

Мошенский С. З.

**Зарождение
финансового капитализма**

**Рынок ценных бумаг
доиндустриальной эпохи**

Киев
ПЛАНЕТА
2016

Мошенский С. З. Зарождение финансового капитализма.
Рынок ценных бумаг доиндустриальной эпохи / С. З. Мошенский. – К.: Планета, 2016. – 278 с.

ISBN: 978-966-8851-08-7

Первые ценные бумаги в современном понимании как обращающиеся документы (акции, облигации и деривативы) появились в XVII веке в Амстердаме, где возник их активный рынок, и вместе с этим зародился финансовый капитализм. Вскоре, во времена английской «финансовой революции» 1688 года, эстафету перенял Лондон, после упадка Амстердама ставший финансовой столицей мира. Однако история прототипов ценных бумаг, как и самого финансового капитализма, началась гораздо раньше, ещё во времена Древнего Рима, получив своё продолжение в Арабском халифате и в итальянских торговых городах-государствах эпохи Возрождения – Венеции, Флоренции, Генуе и других. Этому сложному пути эволюции финансового капитализма от античных времён до XVIII века посвящена новая книга Сергея Мошенского.

ISBN: 978-966-8851-08-7

© Мошенский С. З. 2016

Содержание

Предисловие	7
-------------	---

Часть первая От финансовых услуг к финансовому капитализму

Глава 1. Амстердам и зарождение финансового капитализма

«Северная Венеция»	11
Возвышение городов Северной Европы	15
Брюгге и первая биржа	18
Финансовая революция в Антверпене	19
Амстердамский банк	25
Голландская Ост-Индская компания	28
<i>Учреждение и начало деятельности</i>	28
<i>История Исаака ле Мэра</i>	34
<i>Расцвет Ост-Индской компании</i>	36
<i>Упадок компании</i>	38
Кредитно-финансовые услуги	39
<i>Кредиторы всей Европы</i>	39
<i>Обмен информацией и пресса</i>	39
<i>Механизмы кредитных услуг и финансовый капитализм</i>	41
<i>Иностранные займы в Нидерландах</i>	43
Рынок облигаций в Нидерландах	44
<i>От аннуитетов к «вечным» облигациям</i>	44
<i>Индивидуальные инвесторы</i>	48
<i>История Питера Стадницкого</i>	49
Амстердамская биржа	50
<i>Предыстория биржи и начало операций с акциями</i>	50
<i>Биржевая спекуляция</i>	53
<i>Бум вокруг акций Вест-Индской компании</i>	55
<i>Деривативы</i>	56
<i>Иосиф де ла Вега</i>	57
<i>Кофейни и клубы биржевиков</i>	60
<i>Биржевая жизнь и финансовые инновации</i>	62
Институциональные инвесторы. Появление инвестиционных фондов	64
Финансовые кризисы в Нидерландах	67
<i>«Тюльпаномания» и кризис 1637 года</i>	67
<i>Кризисы второй половины XVIII века – общие черты</i>	68
<i>Кризис 1763 года</i>	69

<i>Кризис 1773 года</i>	70
<i>Кризис 1780–1783 годов</i>	72
Упадок Амстердама	72

Глава 2. Франция. Триумф государства

Триумф государства	76
Появление государственных облигаций	80
Лион и Лионская биржа	81
<i>Лион как финансовый центр</i>	81
<i>Лионская биржа</i>	82
<i>Снижение значения Лиона</i>	83
<i>Финансовый кризис 1709 г. и «дело Бернара»</i>	84
Возвышение Парижа	85
Основание Парижской биржи	87
Первые компании	89
Джон Ло и его «система»	91
<i>Подъём и банкротство Джона Ло как часть международного кризиса</i>	91
<i>Начало пути Джона Ло</i>	92
<i>Появление Джона Ло во Франции</i>	94
<i>Проект учреждения нового банка</i>	96
<i>Основание «Западной компании»</i>	98
<i>Конвертация государственного долга</i>	101
<i>«Компания Индии» (Compagnie des Indes)</i>	102
<i>Джон Ло в зените славы</i>	105
<i>Колебания курса акций</i>	107
<i>Начало краха</i>	109
<i>Влияние банкротства Джона Ло на финансовую политику Франции</i>	113

Глава 3. Лондон: от финансовой революции к глобальной империи

Начало британской глобальной экспансии	116
<i>Сеть империи</i>	116
<i>Международная торговля и колониальные компании</i>	118
<i>Английская Ост-Индская компания</i>	122
Финансовая революция	123
<i>«Славная революция» 1688 г.</i>	123
<i>От славной революции к финансовой революции</i>	124
<i>Возникновение сферы финансовых услуг</i>	129
<i>Акционерный бум 1691–1693 гг.</i>	130
<i>Операции с деривативами в начале 1690-х годов</i>	133
<i>Окончание бума 1691–1693 гг.</i>	135
<i>Рост интереса к государственным ценным бумагам</i>	136

<i>Million Adventure Lottery</i>	138
<i>Основание Банка Англии</i>	139
<i>Возникновение рынка государственных облигаций</i>	142
<i>Корпоративные облигации</i>	145
<i>Инновации во время финансовой революции</i>	145
<i>Появление финансовой прессы</i>	146
<i>Сети обмена информацией</i>	150
<i>Брокеры и джобберы</i>	152
<i>Инвесторы</i>	155
История <i>South Sea Company</i>	156
<i>South Sea Company и политика</i>	156
<i>Учреждение компании</i>	158
<i>План погашения государственного долга</i>	159
<i>Колониальная компания</i>	159
<i>Начало роста курса акций</i>	161
<i>Расцвет компании</i>	163
<i>Конвертация публичного долга</i>	163
<i>Начало продажи акций в кредит</i>	164
<i>Бум акционерного учредительства в 1720 г.</i>	167
<i>Принятие Bubble Act</i>	168
<i>Начало снижения курсов акций South Sea Company</i>	169
<i>Грандиозный крах</i>	170
<i>Парламентское расследование</i>	172
<i>Последствия краха Компании Южного моря</i>	173
Финансовые кризисы XVIII века на английском рынке ценных бумаг	174
Лондонская биржа	176
<i>Предыстория биржи</i>	176
<i>Лондонские кофейни</i>	177
<i>Расцвет спекуляции ценными бумагами</i>	179
<i>Возникновение London Stock Exchange</i>	180

Часть вторая Предыстория

Глава 1. Наследие Древнего мира

Первые долговые обязательства	187
Античная экономика	187
Полисы – торговые города-государства	189
Финансовые услуги и кредитные документы в Древней Греции	191
Коммерческие общества в Древней Греции	192
Рах Романа	193
Свободный капитал и кредит в Римской империи	194
Римские банкиры и финансовые услуги	195
Возникновение коммерческого права	197

Общества публиканов	198
Эволюция обществ публиканов	200
Прототипы акций – <i>particulae</i>	202
От Древнего мира – к средневековой Европе	205
Глава 2. Между Востоком и Западом.	
Арабский мир и финансовые инновации	
Арабский мир	206
Арабский мир и Китай	208
Финансовые центры и финансисты	210
Арабские ценные бумаги – суфтаджа	212
Прототипы инвестиционных фондов – вакуф	213
Коммерческие объединения – гирад	214
Проникновение арабских инноваций в Европу	215
Начало стагнации в странах ислама	217
Глава 3. Финансовый ренессанс в Италии и первые европейские ценные бумаги	
Упадок экономической жизни в средневековой Европе	219
Эпоха Крестовых походов и возвышение итальянских городов	220
Средневековые ярмарки	222
Италия на перекрёстке торговых путей	223
Финансовые услуги и первые итальянские банкиры	224
Торговые города-государства	228
Венеция – «город святого Марка»	229
<i>Колониальная империя венецианцев</i>	230
<i>Emporium orbis</i>	232
Флоренция – столица эпохи Возрождения	235
<i>Семья Медичи</i>	237
<i>Банк Медичи</i>	238
Генуя – «город святого Георгия»	240
<i>Банк Casa di San Giorgio</i>	240
<i>Генуя и финансовые ярмарки XVI века</i>	241
<i>Испания, латиноамериканское золото и генуэзские банкиры</i>	244
Прототипы государственных облигаций (<i>prestiti, prestanze</i>)	249
Коммерческие общества в Италии (<i>commenda, colleganza, compagnia</i>)	256
Первые общества в других странах Европы	260
Прототипы акций (<i>согро, сограсогро</i>)	261
Литература	265

Предисловие

Финансовый капитализм, возникший в XVII–XVIII веках в Амстердаме – итог многовековой истории финансовых услуг, этого искусства делать деньги из денег. Истоки финансовых услуг теряются в глубине тысячелетий и уходят в древний Вавилон, где появились первые виды кредита и далекие предшественники ценных бумаг, имевшие вид долговых расписок, сделанных на глиняных дощечках.

Шло время, и в Древней Греции вместе с общим ростом торговли усложнялись и финансовые услуги. В греческих торговых городах-государствах с их демократией для этого были благоприятные условия, а сама идея торгового города, представляющего собой целый мир, пережила века, снова и снова воплощаясь во многих финансовых центрах – от Венеции, Амстердама и Лондона до современных Сингапура и Нью-Йорка.

После Греции настало время Рима, время *Pax Romana*, когда эта древняя империя попыталась колонизировать полмира, чем и прославилась в веках. В древнем Риме возникли первые общества – «общества публиканов». Их часто считают предшественниками акционерных компаний. И действительно, доли собственности в таких обществах можно было покупать и продавать. Началась спекуляция этими долями, и в Риме на главной площади – Форуме даже появилось особое место, где регулярно собирались участники сделок с долями обществ.

Но ничто не вечно, и Римская империя после долгой истории пала под натиском варваров – предков нынешних европейцев. Надолго искусство финансов, казалось бы, угасло и полностью исчезло. Однако прошло время, и в итальянских торговых городах-государствах (Венеции, Генуе, Флоренции и других) такое искусство возродилось. Несколько веков в этих городах кипела жизнь, создавались первые банки и первые компании. Появились даже прототипы государственных облигаций и акций. Они ещё не имели форму «бумаг», а представляли собой записи в учётных книгах, что не мешало покупать их и продавать.

Новая страница в этой истории началась в Амстердаме, где появились первые ценные бумаги в современном понимании, имевшие вид документов, которые можно было легко передавать от одного владельца другому. Появились

сделки на срок с ними, потом опционы и фьючерсы, и на бирже закипела жизнь.

Расцвет Амстердама длился два века, а затем ему на смену пришел Лондон. Вскоре после финансовой революции 1688 года этот город стал финансовый сердцем мира, и остается таким сердцем и до сегодняшнего дня. Там, сначала в знаменитых кофейнях лондонского Сити, а потом на Лондонской бирже и расцвел финансовый капитализм.

Часть первая

**От финансовых услуг
к финансовому капитализму**

Глава 1

Амстердам и зарождение финансового капитализма

«Северная Венеция»

Амстердам называли «Северной Венецией» из-за его знаменитых каналов и значения этого города в истории рынка ценных бумаг. Два столетия в XVII–XVIII вв. Амстердам был центром мира, и к нему устремлялись корабли со всего света, подобно тому как когда-то к Венеции, а потом – к Лондону. С Амстердамом, общепризнанной столицей финансовых инноваций, была связана целая эпоха в эволюции рынка ценных бумаг, охватывавшая два столетия – XVII и XVIII. Именно в Амстердаме появились акции и облигации в форме обращаемых документов, что создало массовый рынок ценных бумаг.

Нидерландская республика (первая в Европе республика после итальянских городов-государств) возникла в северной части обширного герцогства Бургундского, в XV–XVI вв. располагавшегося между Францией и Германией. Это была страна предпринимателей – общество, в котором большая часть граждан зависела от успеха своего бизнеса, и она привлекала к себе наиболее деловых и предприимчивых эмигрантов из других стран Европы. Среди них было много протестантов, подвергавшихся гонениям в соседних странах, а также евреев.

Нидерланды состояли из 12 провинций, из которых семь северных были наиболее экономически развитыми. Крупнейшей из провинций была Голландия. После победы Нидерландской революции в 1581 г. и освобождения от власти Испании, в состав которой входили Нидерланды, возникла Республика Соединённых Провинций Нидерландов, существовавшая до 1795 года. Половина населения Нидерландов жила в городах, и это был рекорд для Европы. Такая степень урбанизации в сочетании с протестантской этикой труда, породившей, по словам В. Зомбарта, сам дух капитализма, создали благоприятные условия для развития предпринимательства.

Возвышение Амстердама произошло «по старым правилам: один город стал преемником других, Антверпена

и Генуи», после чего «Северная Европа вновь обрела преимущество над Южной, на этот раз окончательно». Так Амстердам сменил не только Антверпен, но и Средиземноморье. «Место богатейшего моря, украшенного всеми дарами и преимуществами, занял океан... Отступление генуэзского капитализма, а за ним – Италии, подвергшейся атакам разом со всех сторон, открыло дорогу торжеству мореплавателей и купцов Северной Европы»¹.

Впрочем, современники об этом не задумывались – они обнаружили величие Нидерландов совершенно неожиданно для себя, когда оно уже было достигнуто. Никто не мог понять такой успех, подъём и неожиданное могущество бедной природными ресурсами небольшой страны, поэтому говорили о голландском чуде и об особом секрете голландцев. А секрет это был, скорее всего, в новом уровне свободы предпринимательства и торговли, приведшем к расцвету экономики.

Принцип свободной торговли в Нидерландах XVII–XVIII веков действительно торжествовал. «Каждый имеет право быть полностью свободным в том, какие товары ему производить и какими торговать... это та естественная свобода, которую никакой правитель не должен отнимать у своих граждан», – говорил Питер де ла Корт (Pieter de la Court) в знаменитом в те годы политическом трактате *Interest van Holland*, опубликованном в 1662 г. Эта свобода торговли была частью общих свобод голландцев: «свободы в выборе религии, образования, торговли, производства, искусств и гражданства». Поэтому во всей Европе «нет страны более приспособленной для торговли, чем Голландия»².

Для голландской экономики, полностью ориентированной на международную торговлю, гарантия прав собственности и достаточно мягкая система налогообложения были жизненной необходимостью. Соединённые Провинции Нидерландов стали «тем местом, где капиталистический дух впервые достиг полного расцвета, где он нашёл... до сих пор невиданное развитие и... впервые овладел целым народом». Так в XVII веке Нидерланды стали «школой всех коммерче-

¹ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – С. 173.

² Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 18–19.

ских искусств» и центром «международного биржевого оборота»³.

В основе нидерландской экономики была транзитная торговля – зерно, лес и другая продукция сельского хозяйства поставлялась из стран Северной Европы в Южную, а колониальные товары поступали из стран Азии. Так голландцы стали основными посредниками в торговле с Востоком, подобно тому, как ранее ими были итальянцы. Однако торговля эта была односторонней – у европейцев не было никаких товаров, которые они могли бы продать в Азии, но у них было большое количество южноамериканского серебра, пользовавшегося спросом в странах Востока. Это серебро они вкладывали в колониальную торговлю.

Голландцы переняли у других всё лучшее, что было в то время – финансовые инновации у итальянцев (многие из которых вместе с испанским золотом оказались в Амстердаме), а методы мореплавания и постройки кораблей – у португальцев. Открытость всему новому, знаниям и опыту иных стран и народов вместе с общим уровнем свободы создали в Амстердаме уникальную инновационную среду – то редко встречающееся в истории сочетание различных политических, социальных, экономических и культурных условий, которое само по себе способствует возникновению инноваций.

После того как в 1581 г. Португалия была присоединена к Испании, португальская колониальная империя распалась, а колонии португальцев захватили голландцы, начавшие осваивать моря и океаны. Ради достижения поставленных целей они были готовы на всё – передавали в аренду корабли и друзьям, и врагам, а голландские капитаны рисковали и своей жизнью, и жизнью команды. Но поставленной цели они достигли – создали колониальную империю на трёх континентах, от Мозамбика до Японии⁴, контролируя мировую торговлю пряностями. Корабли под голландским флагом можно было встретить в самых удалённых частях мира – в Индии, Малайзии, Индокитае.

Португальцы правили своими колониями жёстко, грабили всё что могли, агрессивно насаждая свою религию. А

³ Зомбарт В. Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / В. Зомбарт. – М.: Айрис Пресс, 2004. – С. 145.

⁴ Голландцы имели свои торговые интересы не только в далёких странах Азии, но и на севере Европы, в том числе в России. Купцы из Нидерландов начали проникать туда ещё во времена Петра I.

голландцы вели себя хитрее, более гибко, и благодаря этому гораздо эффективнее управляли колониями, хотя по сути их тоже интересовали только специи – основной предмет голландской колониальной торговли, – и, конечно же, золото. К началу XVII в. Нидерланды стали главной торговой страной мира, и там начался быстрый экономический подъём.

Амстердам оказался столицей огромной колониальной империи, и с этим городом была связана новая волна глобализации. «Теперь Голландия извлекала свою пользу из продуктов всего мира», став главным посредником между Востоком и Западом. «Все гавани, бухты и заливы Голландии были полны кораблями». Для голландцев стало «обычным делом отправляться в путешествие в Индию», и каждый дом в Амстердаме был «школой судоходства»⁵. Символично, что в интерьерах домов модными стали географические карты. Стилизованные, не очень точные, они запечатлели в себе очарование от колонизации дальних стран, которое переживали тогда голландцы (эти карты, как отголосок давно минувших времён, и сегодня можно увидеть кое-где в маленьких голландских отелях).

Амстердамский порт был крупнейшим в то время – ежедневно здесь собиралось до восьми тысяч судов из разных стран. В отличие от Антверпена, городскому совету Амстердама и богатейшим купцам принадлежал крупный собственный флот, по численности значительно превышавший флоты других стран, в том числе Англии, Испании и Франции. Голландцы славились своей экономностью, касавшейся и флота, – их корабли обходились дешевле при постройке (хотя были лучше по качеству), команда была меньшей, соответственно уменьшались расходы на оплату морякам и их питание. Всё это снижало себестоимость привозившихся товаров и увеличивало прибыль от их продажи.

Для Голландии была характерна высокая степень урбанизации – около 60% населения жило в городах (в других провинциях Нидерландов – около 25%)⁶. Этнический состав

⁵ Зомбарт В. Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / В. Зомбарт. – М.: Айрис Пресс, 2004. – С. 146–147.

⁶ Население Амстердама быстро росло, увеличившись в 1570–1640 гг. с 30 тыс. до 139 тыс. и 200 тыс. в 1700 г. Предприниматели в Амстердаме (8600 человек) составляли 12,2% населения, из них больше всего было владельцев магазинов (2600 человек, 3,7% населения) (Gelderblom O. The Golden Age of the Dutch Republic / O. Gelderblom // The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 159).

населения был весьма пёстрым – треть населения были иностранцы (сегодня в Нью-Йорке – почти половина). Терпимость к другим народам была характерной чертой голландцев – им было всё равно, кто ты, лишь бы ты вносил свой вклад в богатство Нидерландов. Это привлекало в Амстердам многих, так же как возведённая в культ свобода совести и вероисповедания. Все, кто действительно хотел работать, не оставались в Нидерландах без дела подобно тому, как это было в начале XX века в Америке. Ремесленники, купцы, моряки перемешались и превратились в «истинных голландцев» – Dutchmen, преобразив эту небольшую страну.

Среди потоков беженцев (преимущественно это были спасавшиеся от преследования протестанты из Франции) особое место занимали еврей-сефарды из Испании и Португалии. Обладая значительными капиталами, они оживили экономику Нидерландов и привнесли новые веяния в вексельные операции, а также в биржевую спекуляцию. Не менее важным было то, что испанские и португальские евреи, эмигрировавшие в Амстердам, были инициаторами создания новых сетей деловых связей, связавших Нидерланды и со Средиземноморьем, и с колониями в Северной и Южной Америках. Так еврейские финансисты приобщили голландцев к мировой торговле.

История не раз показывала, что еврейские банкиры со своими капиталами всегда устремлялись туда, где экономика была на подъёме, а для предпринимательства возникали благоприятные условия. Их прибытие в ту или иную страну было верным признаком того, что дела там идут хорошо (в Англию они начали прибывать в 1688 г. после знаменитой «финансовой революции»). Если же евреи со своими капиталами покидали страну, это было верным признаком упадка. Хотя, конечно, не только евреи были причастны к расцвету Амстердама. Главную роль в этом сыграли антверпенские купцы.

Возвышение городов Северной Европы

Проблемы в экономике Южной Европы возникли ещё в XIV веке, когда после эпидемии чумы в 1348 г. началась длительная полоса кризисных явлений. Тенденция к экономическому спаду усугубилась после завоевания турками Византии в 1453 г., что нарушило большинство торговых маршрутов Средиземного моря. Появление мусульманской Ос-

манской империи привело к усилению египетских султанов, что ещё больше осложнило средиземноморскую торговлю. Сухопутный торговый путь на Восток из крымских колоний, которым привыкли пользоваться итальянцы, также оказался перекрыт – Чёрное море контролировали турки. Так итальянские города-государства уже не могли быть посредниками в торговле со странами Востока, и торговое значение Италии стало снижаться – в новых условиях её географическое положение уже не имело никакой выгоды.

Сыграли свою роль южноамериканские золото и серебро, поступавшие в Испанию и оказавшиеся (если не полностью, то в значительной мере) в руках итальянских банкиров. Парадоксальным образом, легко доставшееся чрезмерное количество золота затормозило экономический рост не только Испании, но и Италии⁷. Ещё недавно динамично развивающаяся страна, в которой были сосредоточены все инновации, начала тормозиться в своём развитии. Причины этого были комплексными и связанными со многими как политическими, так и экономическими обстоятельствами, и мы здесь не будем в них углубляться. Достаточно будет сказать, что исчерпался потенциал выгодного географического положения Италии, занимавшей ключевую позицию в транзитной международной торговле.

За те века, пока итальянцы были посредниками в торговле с Востоком, в Европе сформировалась устойчивая вера в то, что именно в странах Востока (особенно в Индии), богатых золотом, серебром, драгоценными камнями и пряностями, можно найти легкодоступное богатство. Европейцев подталкивало «стремление духа в неизвестные страны», а «рыцарский дух испанских и португальских мореплавателей»⁸ побуждал их искать новые земли.

Волновала эта идея не только мореплавателей, но также испанских и португальских аристократов, презиравших любую деятельность, кроме военных подвигов (а особенно презиравших недостойную их благородного происхождения торговлю). После окончания войны с маврами стремление к быстрому обогащению толкало испанцев к новым завоеваниям. У них появились хорошо вооружённые морские суда – каравеллы. А когда проложенный итальянцами торговый

⁷ Впрочем, значительная часть этого золота попала в Северную Европу, где условия были другими, и там оно стимулировало возвышение новых финансовых центров – Брюгге, Антверпена и Амстердама.

⁸ Гегель Г. Лекции по философии истории / Г. Гегель. – СПб.: Наука, 1993. – С. 419.

маршрут на Восток через Средиземное море оказался перекрыт турками, в странах Европы стал ощущаться дефицит золота и серебра. Начался поиск иных путей в Индию, которая, как считалось тогда, находится на другом берегу Атлантического океана. Колумб⁹, открыв Америку в 1492 г., полагал, что нашёл новый путь в Индию (поэтому острова Карибского моря долго назывались Вест-Индией), а Кубу считал побережьем Китая или Японии.

С папского благословения в 1506 г. мир был разделён по меридиану, проходившему через Атлантический океан, на две части. Испанцам были отданы все неведомые земли в западном полушарии – по ту сторону Атлантики, а португальцам – в восточном, по берегам Индийского океана. Так испанцы начали колонизировать Центральную и Южную Америку. В Индийском океане португальцы достигли побережья Индии, Китая и Японии. Там они создали свою колониальную империю, захватив все основные маршруты арабских и индийских купцов и контролируя торговые пути в Индию.

Эпоха географических открытий радикально расширила в XVI–XVII веках горизонт европейцев, став очередной волной глобализации. Колониальная империя венецианцев казалась теперь весьма и весьма скромной по сравнению с общемировыми масштабами владений испанцев и португальцев, а новые торговые пути создавали общемировые товарный и финансовый рынки.

Когда новые торговые пути пролегли на просторах Атлантики, центр мировой экономической жизни переместился из итальянских городов-государств к новым торговым и финансовым центрам – Лиссабону и Севилье, а также к Брюгге и Антверпену, богатейшим городам Северной Европы. После создания в XVI веке Ганзейского союза германских торговых городов на севере Европе возникла новая система коммерческих связей, уже не зависевшая от итальянцев. Так Средиземное море перестало быть «сердцем мира», и «матерью всей коммерции» стало Северное море.

⁹ Христофор Колумб был генуэзским моряком, служившим королю Испании. Америго Веспуччи, в честь которого новые континенты были названы Северной и Южной Америками, также был итальянцем, участвовавшим в испанских экспедициях к берегам Южной Америки в 1499–1504 гг.

Брюгге и первая биржа

Первым начался расцвет в городе Брюгге во Фландрии (в настоящее время – территория Бельгии), где в начале XV века был основным финансовый рынок Северной Европы. Этот рынок привлекал к себе итальянских купцов и банкиров, не только инвестировавших там свои капиталы (в том числе испанские золото и серебро), но и приносивших с собой инновационные финансовые методы операций с ценными бумагами.

Подобно тому, как итальянцы создали предшественницу Лондонской биржи на Ломбард-стрит (где традиционно селились финансисты родом из Ломбардии и других провинций Италии), они создали биржу и в Брюгге – городе, в котором перекрещивалось множество различных торговых путей. Итальянские купцы и банкиры появились в Брюгге после упадка ярмарок в Шампани, после чего Брюгге по своему значению всё больше напоминал Венецию. Этот город стал северным центром международной торговли, а Венеция, как и Генуя, оставались южными центрами.

Неудивительно, что именно в Брюгге в 1409 г. была создана первая биржа. К тому времени международные ярмарки уже утратили былое значение, и сохранилась только крупная Лионская ярмарка во Франции. Новые времена требовали новых форм организации торговли и финансов. На смену ярмаркам пришли биржи, на которых сосредоточились и товарные, и финансовые операции.

Сама идея биржевой торговли появилась у итальянцев и воплотилась в знаменитых Безансонских финансовых ярмарках. Подобно этим ярмаркам, проводившимся в итальянском городе Пьяченце, в центре деятельности биржи в Брюгге были вексельные операции. В 1500 г. жившие в Брюгге генуэзцы, флорентийцы и венецианцы объединили свои «ложи» (*loggia* – представительства итальянских банковских и торговых домов), и для совершения вексельных операций стали собираться вместе на площади *de Bursa*, получившей такое название от того, что на ней стоял большой старинный дом, принадлежавший знатному роду купцов *Van der Burse*. На воротах дома был их герб с изображением трёх кожаных мешков для золотых монет – *ter buerse*.

В доме находились гостиница и маклерская контора одного из Ван дер Бурсе. Там начались первые встречи купцов и финансистов, затем по мере увеличения количества участников они были перенесены на площадь перед домом.

Собрания на площади перед домом с «тремя мешками» получили название «биржа» (borsa). Кожаные мешки для денег были в то время всем понятным символом капитала, и так слово «биржа» быстро стало популярным. Первоначально биржа была вексельной, и в биржевых собраниях для проведения вексельных операций принимали участие только итальянцы – их «ложи» находились как раз на этой площади. Так благодаря итальянцам возникла биржа в Брюгге, и к концу XV в. биржевые собрания проходили ежедневно.

Финансовая революция в Антверпене

Во второй половине XV века роль основного финансового центра Северной Европы перешла от Брюгге к главному торговому городу Брабанта¹⁰ – Антверпену, оттеснившему на второй план Брюгге. Казалось бы, новым торговым и финансовым центром должен был стать в это время португальский Лиссабон, но судьба распорядилась иначе. И дело было не только в том, что 90% потребителей привозимого португальцами из Индии перца находились на севере Европы, а и в том, что север приобретал всё большее значение по сравнению с югом.

В конце XV – начале XVI века с началом общего экономического подъёма оживилась вся система внутренней европейской торговли, вызвав расцвет ярмарок в Лионе, Кастилии, Генуе и Женеве. Банкиры, контролировавшие финансовые потоки на этих ярмарках, упрощали вексельный кредит, приближаясь к системе безналичных расчётов (успешно реализованной в начале XVII века в Амстердамском банке). В это время присутствие на ярмарках стремилось расширить новое поколение предпринимателей из Англии, Голландии, Германии. С итальянцами они пока не могли конкурировать, поэтому и создавали свой собственный центр притяжения. Им стали ярмарки Брабанта и основной торговый город – Антверпен.

Секрет внезапного возвышения Антверпена был прост – в нём нашли пристанище состоятельные предприниматели-протестанты, спасавшиеся от преследования инквизиции,

¹⁰ Герцогство Брабант – средневековое государство, занимавшее часть территории Нидерландов и часть современной Бельгии, в том числе провинцию Антверпен.

и португальские еврейские банкиры – марраны¹¹. И те, и другие не были связаны жёсткими религиозными ограничениями в отношении финансовых услуг и получения прибыли. Так все необходимые условия для расцвета Антверпена оказались собранными в одном месте и в одно время. Вероятно, именно в этом городе и зародился финансовый капитализм, чтобы потом расцвести в Амстердаме и Лондоне.

Антверпен перенял роль Венеции ещё в большей мере, чем Брюгге – он управлялся как вольный торговый город и почти на столетие оказался в центре мировой экономики. Возвышение Антверпена началось, когда в 1501 г. в его порту причалил первый португальский корабль, гружённый перцем и мускатным орехом. Расцвету города не помешало ни то, что у Антверпена не было собственного флота, ни отсутствие собственных богатых купцов международного уровня – всем руководили итальянцы, а также испанские, португальские, немецкие и английские купцы.

«Город этот был как бы невинным: именно чужаки его домогались, именно они его наводняли, создавали его блеск. Не Антверпен жадно захватывал мир, как раз наоборот: это мир, выведенный из равновесия Великими [географическими] открытиями, устремившийся в сторону Атлантики, ухватился за Антверпен – за неимением лучшего. Город не боролся за то, чтобы оказаться на видимой вершине мира. Он в одно прекрасное утро проснулся на ней»¹².

Во время своего наибольшего расцвета в 1535–1557 гг. Антверпен, куда приезжали купцы из многих стран, был целым миром в миниатюре подобно непрерывной ярмарке. Город стал центром транзитной торговли вывозившимся из колоний перцем и английским сукном, которые поступали потом в другие страны Северной Европы. Английское сукно сыграло в возвышении Антверпена не менее важную роль, чем колониальный перец. В XVI веке Англия перешла от экспорта сырой шерсти к вывозу готовой продукции – сукна. Основной путь его поставок в страны Европы пролегал как раз через Антверпен, где обосновались состоятельные английские купцы.

Кроме того, через этот город шёл один из путей, по которому испанское золото проникло из Южной Америки в

¹¹ Марраны – крещённые испанские и португальские евреи. Многие из них были связаны со сферой финансовых услуг.

¹² Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – С. 143.

Европу. Огромное количество драгоценных металлов, поступившее в Европу, вызвало их переизбыток в европейских странах, что привело к снижению цен на золото и серебро. В странах Азии золото и серебро стоили намного больше, и на этом богатели купцы Антверпена – скупали его у испанцев и продавали в Азии, закупая там такие дорогостоящие товары, как перец и другие пряности. Полученную прибыль антверпенские финансисты инвестировали в торговлю в Атлантике, в том числе и в северной её части.

В истории возвышения Антверпена было три периода. С 1501 по 1521 г. город богател на торговле португальским (точнее, индийским) перцем. С 1535 по 1557 г. через Антверпен пошёл поток испанского серебра, вывозившегося из Латинской Америки, а в 1559–1568 гг. главным двигателем экономики города стала его текстильная промышленность, тесно связанная с Англией.

Антверпенские финансисты были не настолько состоятельными, как итальянские. Они понимали, что преимущество они могут получить только за счёт инноваций. Впрочем, это сложный вопрос, насколько они понимали это – возможно, антверпенские банкиры об этом вообще не задумывались, а инновации возникли стихийно, как это чаще всего и бывает.

Антверпен, подобно Брюгге, позаимствовал у итальянцев всё лучшее, что было в сфере кредитно-финансовых технологий, однако далее развивался независимо от итальянского влияния. В XVI веке на антверпенском финансовом рынке произошла настоящая «финансовая революция», сопоставимая с «финансовой революцией» 1688 г. в Англии. В центре этой революции был вексельный кредит.

Финансовые инновации в Антверпене имели свои корни на ярмарках Брабанта, где собиралось много купцов из Северной Европы, имевших собственные финансовые инструменты, несколько отличавшиеся от итальянских. Наиболее распространённым инструментом были письменные долговые обязательства (*cedules obligatoires*), имевшие вид документов определённой формы. Их иногда называют векселем северного типа, хотя, в сущности (не вдаваясь здесь в тонкости вексельного права), это были те же переводные векселя. На ярмарках Брабанта распространилась практика использования таких документов на предъявителя. А вскоре переводные векселя широко распространились в Антверпене, так же как и кредит под их залог. Появление индосса-мента векселей расширило возможности его обращения.

В городе были отделения и конторы всех европейских банковских домов, однако центром финансовых операций (как наличными, так и с помощью ценных бумаг) стала Антверпенская биржа, известная своими многочисленными инновациями. Она была основана ещё в 1460 г., и наибольшего расцвета достигла в XVI веке, став не только вексельной (как биржа в Брюгге), но и товарной.

Вначале биржа представляла собой регулярные собрания на городской площади, окружённой лавками купцов. В 1531 г. было построено её здание, что само по себе было необычным – ранее для таких целей отдельные здания не строили. Над его входом была надпись *In usum negotiatorum cuiuscunque nationis ac linguae* – «Для торговых людей всех стран и наречий». Биржа была доступна для всех, хотя главными действующими лицами были иностранцы – итальянцы, португальцы, испанцы. Англичане в биржевых собраниях не участвовали, собираясь в другом месте. Вскоре Антверпенская биржа стала основной в Европе, и по её примеру были основаны Лионская (1545) и Лондонская Королевская (1565) биржи, где проводились операции с товарами и ценными бумагами.

На Антверпенской бирже обращались не только векселя итальянского типа и характерные для Северной Европы письменные долговые обязательства, но и облигации государственных займов Нидерландов, Англии, Испании, Португалии и Франции. Появились первые облигации на предъявителя, выпускавшиеся правительством Нидерландов и отдельными городами. То, что они передавались от одного владельца к другому простым вручением, без всяких дополнительных записей в каких-либо реестрах, было по тем временам неслыханной инновацией.

Поручителями обращавшихся в Антверпене облигаций Нидерландов были известные лица и компании, поручителями займов других стран – их короли, однако как раз они оказались весьма ненадёжными заёмщиками. О какой-либо стабильности антверпенского рынка облигаций говорить не приходилось – когда в разгар спекулятивного ажиотажа вокруг облигаций на Антверпенской бирже в 1550 г. был объявлен очередной дефолт в Испании, а затем и во Франции, облигации этих стран полностью обесценились. Начался биржевой кризис, и он повлёк за собой банкротства нескольких крупных торговых домов. Впрочем, этот биржевой кризис был недолгим, и вскоре жизнь на бирже снова забурлила. Недаром современники говорили, что Антверпенская

биржа полностью поглотила купцов из других городов и стран, а также всю их торговлю.

На Антверпенской бирже возникла практика определения курсов всех ценных бумаг. Так как с биржей были связаны государственные и частные кредиты, здесь определялась и текущая процентная ставка. На бирже предлагались услуги морского страхования и многочисленные лотереи.

Широко были распространены сделки на срок, при которых стороны заключали соглашение о покупке или продаже товара в указанную дату по указанной цене. Вначале эти сделки были сугубо товарными. Основным товаром, поступавшим через Антверпен, был вывозимый из Индии перец. Его продавали затем королю Португалии, сохранявшему за собой монополию на торговлю пряностями. Торговля перцем была настолько прибыльной, что партии перца закупались заранее, когда корабли ещё были в пути. С морскими перевозками были связаны риски (штормы, нападение пиратов и т. п.), и на бирже регулярно вывешивали списки кораблей, прибывающих в порт. Если судно задерживалось, начинались колебания цен.

Собрания на бирже проходили ежедневно с 10 до 12 часов, были и вечерние собрания в 18 часов, хотя большинство операций проходило вне биржи, в многочисленных нотариальных и торговых конторах. На биржу запрещалось приходить с оружием, но на деле это требование было нелегко соблюдать, и биржевые споры нередко переходили в конфликты с применением шпаг.

Концентрация на бирже торговых и вексельных операций привлекала большие объёмы свободных капиталов, и на Антверпенской бирже всегда можно было получить кредит. Там торжествовал принцип свободы торговли, а «маклерский промысел, который в Брюгге ещё составлял монополию определённой корпорации, был в Антверпене свободен и доступен всем и каждому». Если в Антверпене и существовали какие-либо ограничения, то «исходили они от самих иностранных купцов, а не от города, который всячески старался установить свободу торговли»¹³.

Антверпенские финансисты (их называли здесь «кассиры») создали систему обращения финансовых инструментов (благодаря которой письменные долговые обязательства свободно переходили из рук в руки), а также определения их

¹³ Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – С. 336.

курсовой стоимости и поставок этих инструментов на определённый срок. «Кассиры» многое позаимствовали у итальянских банкиров, хотя очевидно, что в дальнейшем они пошли своим путём, и немало их инноваций имело вполне самостоятельный характер. Однако многие из прогрессивных новшеств Антверпена так и не были восприняты в Амстердаме, хотя именно там в 1585–1588 гг. оказалось большинство антверпенских эмигрантов.

Возможно, эти инновации казались в Амстердаме слишком необычными и не вызывали доверия в отличие от проверенной веками итальянской традиции, положенной в основу голландской системы. А вот в Англии антверпенские инновации были охотно использованы, заложив основу для «финансовой революции» 1688 г.¹⁴ Так Антверпен стал связующим звеном между итальянской и английской «финансовыми революциями».

Однако возможности нового финансового центра в Антверпене были ограничены недостаточно развитой финансовой инфраструктурой. Хотя первые депозитные банки возникли в XIV веке не только в Антверпене, но и в городах Брюгге и Берген-оп-Зом, власти создавали многочисленные ограничения для их деятельности (указы герцогов Бургундии от 1433, 1467, 1480, 1488 и 1489 гг.), после чего эти банки к концу XV века пришли в упадок¹⁵. Кроме того, по сравнению с итальянскими городами, в Антверпене было слишком мало крупных коммерческих компаний.

Решающими стали политические события. Процветание города длилось до того, как в ходе Восьмидесятилетней войны (1568–1648) Нидерландов за их независимость от Испании он был завоёван в 1585 г. герцогом Пармским. Система торговых связей Антверпена была нарушена, и в начале XVII века этот ещё недавно знаменитый город пришёл в упадок. Вначале торговый центр переместился в Мидделбург, но большинство купцов и банкиров из Антверпена эмигрировало в Амстердам, ставший новым торговым и финансовым центром Северной Европы.

¹⁴ Косвенным подтверждением влияния Антверпена на Англию служат тесные связи компании Merchant Adventurers и английского правительства с Антверпенской биржей.

¹⁵ Roover, R. de. Money, banking and Credit in Medieval Bruges / R. de Roover. – Cambridge (Mass.), 1948. – P. 339–341.

Амстердамский банк

Подобно тому, как возвышение Антверпена было основано на португальской торговле с Индией, рост значения Амстердама был связан с голландской колониальной торговлей, а также со спекуляцией акциями первых голландских колониальных компаний. Амстердам в XVI веке стал крупным торговым центром, однако настоящий расцвет этого города начался после упадка Антверпена, когда многие антверпенские финансисты эмигрировали в Амстердам, принеся свои капиталы и деловые связи.

Особую роль в этом сыграли португальские марраны. Когда в XVI веке происходил быстрый рост Генуи, банкиры этого города пытались добиться полного контроля над потоком испанского золота, вывозимого из новых колоний в Южной Америке. Основными конкурентами генуэзских банкиров стали португальские марраны. Максимальным их влияние было в первой половине XVII века. Потомки еврейских финансистов, изгнанных из мавританской Испании, они появились в Королевстве Кастилия с конца XVI века, занявшись откупом налогов. В начале XVII века они приобрели в Испании и Португалии значительное влияние, однако наиболее состоятельные из них с началом возвышения Амстердама перебрались в этот «Новый Иерусалим» (так евреи называли тогда Амстердам). А капиталы марранов стали заметным вкладом в быстрый рост нового финансового центра¹⁶.

Амстердам быстро перенимал традиции Антверпена, который был образцом для подражания во всём – в законодательстве, в страховании и в организации биржи. В 1597 г. в Амстердаме был опубликован сборник антверпенских законов «Традиции Антверпена» (*Antwerpse Costuumen*), ставший основой для всех амстердамских инноваций (второе издание книги вышло в Амстердаме в 1613 году). Был перенят и бизнес антверпенских финансистов – «касси́ров», выполнявших такие же функции,

¹⁶ Castillo A. Dans la monarchie espagnole du XVIIe siècle: les banquiers portugais et le circuit d'Amsterdam / A. Castillo // *Annales*. – 1964. – Т. 19. № 2. – P. 311–313. Среди владельцев счетов в Амстердамском банке марраны в 1609 г. составляли 3% (22 счёта), в 1620 г. – 9,8% (121 счёт) (Lesger C. *The Rise of the Amsterdam Market and Information Exchange. Merchant, Commercial Expansion and Change in the Spatial Economy of the Low Countries, 1550–1630* / C. Lesger. – Burlington (VT): Ashgate, 2006. – P. 155).

как итальянские «банкиры» (приём депозитов, выдача кредитов, платежи по поручению, денежные переводы, все виды вексельных операций и т. п.). Логическим продолжением этого стало создание Амстердамского обменного банка.

Во время Восьмидесятилетней войны (1588–1648) в финансовой системе Нидерландов возник полный хаос. К началу XVII века на территории Республики Соединённых Провинций Нидерландов в обращении было 14 различных валют, а также иностранные монеты, что создавало путаницу в коммерческих операциях. Значительно ухудшилось и качество находившихся в обороте монет. Власти Нидерландов обвинили менял в порче монет и запретили их деятельность. Взамен, чтобы упорядочить денежное обращение, в январе 1609 г. был создан новый финансовый институт – Амстердамский обменный банк (Amsterdamsche Wisselbank).

Итальянская модель общественных банков оказала явное влияние на амстердамских финансистов, создавших свой «обменный» банк. Идея создания такого банка обсуждалась и раньше – в 1606 г. наиболее состоятельные амстердамские купцы предлагали создать его по примеру итальянских и испанских общественных («публичных») банков¹⁷ для того, чтобы иметь возможность осуществлять безналичные платежи с использованием единой условной валюты – банковского флорина. Амстердамским банком управляли городские власти, назначавшие администраторов банка. Лицо, внёсшее вклад в банк (он должен был быть не менее 300 флоринов), получало право на кредит в банке. Главной задачей банка был обмен валют, которых в Нидерландах в то время обращалось великое множество

¹⁷ Первые «публичные» банки по инициативе городских властей были учреждены в начале XV века в Генуе, Венеции и Барселоне. При учреждении Banco della Piazza de Rialto в Венеции в декабре 1584 г. банковское дело было объявлено монополией республики, и частные лица больше не имели права учреждать банки (вскоре это было отменено). В Banco de Rialto управление осуществляло правительство Венецианской республики, три главных директора и три инспектора. Депозиты банка должны были оставаться в полном распоряжении вкладчиков – их запрещалось использовать на нужды города или для других целей. Основной задачей банка было осуществление платежей. Из-за большого количества различных монет, бывших в обращении в Венеции, в банке начали использовать условную «банковскую монету». Векселя, подлежащие оплате в Венеции, должны были оплачиваться только через банк, для чего участники операций обязаны были иметь в банке счета.

(чем и объясняется название «обменный» банк), и проведение безналичных платежей. О значении банка и его статусе говорили то, что он располагался в здании ратуши, где находились городские власти.

Амстердамский обменный банк стал примером для создания других подобных банков в Стокгольме (шведский Riksbank открыт в середине XVII века) и Лондоне (Банк Англии был учреждён в 1694 г.). Городские банки по образцу Амстердамского были созданы в Мидделбурге (1616), Гамбурге (1619), Делфте (1621) и Роттердаме (1635).

Вначале Амстердамский банк был депозитным и не занимался кредитованием¹⁸. Чтобы навести порядок во взаимных расчётах, банк пользовался условной расчётной единицей – банковским флорином. Вклады принимались в различных валютах, но учёт вёлся только в банковских флоринах по текущему курсу. Банк гарантировал сохранность вкладов и городские власти не могли заимствовать их на свои нужды. Капитал банка состоял из суммы всех депозитов и составлял около 60 млн флоринов (его точный размер хранился в тайне). Через банк должны были происходить любые платежи на сумму более 600 флоринов. Вскоре безналичные платежи стали безопасно проводиться по всей Европе, и так благодаря своему банку Амстердам стал важнейшим финансовым центром.

Амстердамский банк обеспечивал общую стабильность монетарной системы Нидерландов, что было особенно важно при финансировании международной торговли. К тому же все международные платежи были сосредоточены в одном банке, и это давало возможность клиринга долгов в таком масштабе, который ранее был невозможен. Естественно, что амстердамские купцы и финансисты получили от этого важное преимущество, которым они широко пользовались.

Амстердамские финансисты не создавали новых банковских технологий. В Амстердамском банке была использована модель итальянских (в частности, венецианских) банков XV века. Система условных стабильных банковских денег (банковский флорин в Амстердаме) также появилась раньше – условная денежная единица экю де марк широко использовалась на Безансонских финансовых ярмарках Пья-

¹⁸ Кредитными операциями он стал заниматься гораздо позже, и необеспеченные кредиты для Ост-Индской компании со временем создали для банка большие проблемы.

ченцы, так же как и многосторонний клиринг. Однако в Амстердаме не только умело использовали всё лучшее, что изобрели до того итальянцы, но и сконцентрировали всё это в одном месте. Основной инновацией голландских банкиров стало создание крупного обменного банка в Амстердаме (отчасти выполнявшего одну из функций центрального банка – регулирование денежного обращения), благодаря чему этот город на два столетия стал финансовым центром мира.

В отличие от Амстердамского банка, занимавшего весьма консервативную позицию в отношении коммерческих кредитов (в частности под залог векселей), в большей мере готовыми к инновациям оказались частные банкиры – так называемые кассиры. После запрета их деятельности в 1609 г. частные банкиры недолго пребывали в нелегальном положении и в 1621 г. они снова стали важными участниками рынка финансовых услуг. Именно они развивали технологии предоставления краткосрочных частных кредитов под залог ценных бумаг (прежде всего векселей). С XVIII в. частные банкиры стали объединяться в банковские синдикаты, предоставляя публичные кредиты, в том числе долгосрочные.

Долгое время Амстердамский банк имел всеобщее доверие, и никто не сомневался, что каждому условному банковскому флорину соответствует реальный золотой флорин в хранилищах банка. Однако после того, как в середине XVIII века банк начал тайно предоставлять кредиты голландскому правительству и Ост-Индской компании, у него стали расти долги. Когда об этом узнали вкладчики, возник отток депозитов, особенно после принятого в 1790 г. решения изъять для погашения долгов банка 10% частных вкладов. А в 1794 г., когда Амстердам захватили французы, недостача в банке достигла 10 млн флоринов (в основном это были непогашенные долги правительства и Ост-Индской компании). Вскоре, в 1795 г. банк был закрыт.

Голландская Ост-Индская компания

Учреждение и начало деятельности

Итальянская идея компании, в которой объединялись не столько физические лица, сколько их капиталы, хорошо прижилась на голландской почве. Особенно это касалось ко-

лонияльных компаний, процветавших на торговле специями и другими экзотическими товарами.

В конце XV – начале XVI в. началась эпоха географических открытий и колонизации новых земель. Потоки испанского золота, поступавшего из-за океана, взволновали многих. Однако, чтобы организовать колониальную экспедицию в дальние страны, требовались немалые капиталы. Обычно никто не хотел, да и не имел возможности финансировать такие экспедиции единолично. Подобно итальянским коммендам и морским обществам, начали создаваться торговые колониальные компании.

Как и в итальянских обществах, в этих компаниях использовался принцип долевого участия – чтобы присоединиться к компании, необходимо было приобрести её пай (или часть пая), что фиксировалось в учётных книгах. Паи компаний (и доли паёв) перепродавались и покупались на вторичном рынке, а спрос на них подогревался общим ажиотажем вокруг всем понятной идеи быстрого обогащения – золотом, награбленным в далёких и неведомых странах. Хотя эти паи ещё не были акциями в виде обращаемых документов, методы аккумуляции капитала в колониальных компаниях всё больше приближались к тем, которые в дальнейшем использовались в акционерных компаниях. В XVII веке прибыль в этих компаниях достигала временами 30% годовых.

Наиболее известными из них были голландские Ост-Индская (основана в 1602 г.) и Вест-Индская (в 1621 г.) акционерные компании. После получения Нидерландами независимости голландские купцы решили нарушить господство на морях испанцев и португальцев, полностью контролировавших торговлю дорогостоящими восточными пряностями (перцем, корицей, гвоздичным маслом, мускатным орехом). Спрос на них в Европе был всегда, и веками эти товары поступали по сухопутному Великому шёлковому пути, пока португальцы не нашли морской путь через Индийский океан в Ост-Индию (Вест-Индией тогда называли страны Карибского моря).

Плавание в Ост-Индию занимало в среднем не менее года, возвращалась обычно лишь половина кораблей. Для финансирования долгих и опасных путешествий в дальние страны создавались компании, которые после возвращения экспедиции выплачивали вкладчикам их доли капитала вместе с прибылью, после чего компания ликвидировалась.

С такими недолговечными компаниями невозможно было решить задачу создания колоний в Ост-Индии, не говоря уже о том, чтобы потеснить испанцев и португальцев. Поэтому в 1602 г. нидерландский парламент принял решение объединить шесть существовавших к тому времени Ост-Индских компаний и учредить Объединённую голландскую Ост-Индскую компанию, получившую монополию на торговлю во всех странах к востоку от мыса Доброй Надежды.

Прямым предшественником Ост-Индской компании была одна из первых в Голландии акционерных компаний *Compagnia von Verre*, учреждённая Корнелиусом Хотманом (Cornelius Hoitmann) в результате слияния в 1594–1596 гг. двух других компаний, занимавшихся организацией морских экспедиций в колонии. Вначале в компании было 10 участников, через два года после поглощений более мелких компаний количество акционеров выросло до 18. Эти цифры дают хорошее представление о небольших размерах первых голландских компаний.

Характерным для *Compagnia von Verre* было то, что главным объектом отношений в компании стали уже не корабль или товары, а только капитал, потраченный на колониальную экспедицию. Личные вопросы при участии в компании всё больше отступали на задний план, и объединение капиталов становилось гораздо более важным, чем объединение физических лиц. Однако эти компании организовывались, как правило, для финансирования одной колониальной экспедиции, а повторявшаяся каждый раз процедура подписки на акции отнимала много времени.

Поэтому по инициативе правительства Нидерландов после объединения с *Compagnia von Verre* нескольких других компаний 20 марта 1602 г. была учреждена знаменитая Голландская Ост-Индская компания (подобная английская Ост-Индская компания была основана двумя годами раньше)¹⁹. Основным учредителем был известный в Нидерландах предприниматель Дик ван Ос (Dirck van Os). В совет директоров входили Исаак ле Мэр (Isaak le Maire), Луис дель Бек (Louis del Beecke), Рейниер Пау (Reineier Pauw), Питер Дирк Хасслар (Pieter Dirksz Hasselare) и другие влиятельные предприниматели.

Главным покровителем компании было правительство Нидерландов, а её шесть отделений, между которыми был

¹⁹ Затем в Амстердаме была учреждена Вест-Индская компания, а также Суринамская, Северная и Левантийская торговые компании.

поделён капитал, располагались в крупнейших торговых городах – Амстердаме, Роттердаме, Делфте и др. В компании было 70 управляющих (являвшихся в то же время крупнейшими её акционерами), избравших 17 членов совета директоров. На Амстердам приходилось более половины капитала – 57,4%, и город имел право выбирать восемь членов совета директоров.

Компания имела право заключать от имени правительства коммерческие и мирные договоры, имела собственный торговый флот, армию и полицию, чеканила свои монеты. Среди колониальных товаров, на которых специализировалась компания, преобладали пряности (для поддержания высокой цены на них объём их поступления в Европу строго контролировался; излишки нередко сжигались на месте), а также бенгальский опиум и китайский чай.

Капитал компании был разделён на доли (actien), и приобретение доли означало начало участия в делах компании (actie in de compagnie). Смысл голландского слова «акция» (actien) хорошо передаёт английское выражение того времени «a piece of the action» – доля в деятельности.

Основным юридическим документом, подтверждающим участие акционера в компании, была запись в реестре акционеров. При этом акционеры получали на руки документ – свидетельство о получении денег, уплаченных за акции. Хотя, строго говоря, эти документы не были акциями, они успешно выполняли их функцию. Несмотря на то, что в свидетельствах указывались имена акционеров, они легко покупались и продавались, что и стало принципиальной инновацией.

В системе организации Объединённой Ост-Индской компании (Verenigde Oostindische Compagnie, VOC) было много нового. В отличие от предыдущих компаний, учреждёвшихся на короткий срок, Ост-Индская компания первоначально создавалась на 10 лет. В течение этого срока должно было производиться периодическое распределение прибыли, а после его окончания – полный расчёт с участниками. Когда компания начала работу и оказалась прибыльной, уже через пять лет было провозглашено право свободного выхода из неё участников. Затем срок существования компании был продлён до 21 года.

В отличие от английской Ост-Индской компании, где акционерами могли быть только англичане, в голландской компании акционером мог стать любой иностранец, инве-

стировавший свой капитал²⁰. Размер капитала компании не был ограничен. Акции имели различный номинал, однако он должен был быть не менее 500 флоринов. Акции могли свободно отчуждаться, хотя в то время они были не столько обращающимися документами, сколько чем-то вроде «членского билета» в закрытом клубе. На всём протяжении и XVII, и даже XVIII веков преобладали именные акции, «и если всё-таки какие-то акции поступают в свободную продажу (как это имело место у Ост-Индской компании в Голландии), это всё равно предполагало длительный процесс хитроумного переписывания, в результате которого акция, наконец, переходит от одного человека к другому»²¹.

Несмотря на это, акции компании активно покупались и продавались. Общее накопление богатства в Нидерландах привело к тому, что всё большее количество граждан республики могло себе это позволить. Начался всеобщий ажиотаж, и подписываться на акции стали не только купцы, но и ремесленники, и прислуга. Оплата акций компании происходила в четыре этапа – в 1603, 1605, 1606 и 1607 годах. Вскоре только лишь в Амстердаме было уже 1143 подписчика, купивших акции на общую сумму 3 674 945 гульденов. Из этих подписчиков крупных инвесторов было 80 (они вложили в компанию каждый более 10 000 гульденов), а 445 были сравнительно мелкими инвесторами²².

Так как первоначально акции имели различный номинал, вскоре было решено, что для удобства операций следует ввести условную единицу – биржевую акцию номиналом 3 тыс. гульденов. Всего было выпущено 2153 акции на общую сумму 6,45 млн гульденов. Компания стала крупнейшей в мире – капитал главного конкурента, английской Ост-Индской компании (1600–1858), был намного меньше – 68 373 фунта (820 тыс. гульденов), количество подписчиков на акции – 219²³, и в дальнейшем английская компания постоянно страдала из-за нехватки капитала. Кроме акций, нидерландская Ост-Индская компания иногда выпускала облигационные займы. В октябре 1626 г. был выпущен двухлетний

²⁰ Известно о трёх немцах и двух итальянцах, ставших акционерами компании.

²¹ Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – С. 190.

²² Petram L. The World's First Stock Exchange / L. Petram. – N. Y.: Columbia University Press, 2014. – P. 9.

²³ Frentrop P. A History of Corporate Governance, 1602–2002 / P. Frentrop. – Brussels: Deminor, 2003. – P. 59.

облигационный заём под 6,25% годовых, погашенный в ноябре 1629 г.²⁴

По ценам на момент эмиссии основной капитал голландской Ост-Индской компании соответствовал 64 тоннам золота. Неудивительно, что в рекордные для компании 1657 и 1658 годы она отправила в страны Азии два миллиона гульденов золотом и серебром. В 1691 г. компания содержала 100 кораблей (по другим данным – 160), на каждом из них было от 30 до 60 пушек, на этих судах служило от 5 до 8 тыс. моряков. Среди государств Европы было не так уж много тех, кто располагал более крупным флотом. «Говорить об Объединённой Ост-Индской компании – значит с самого начала столкнуться с огромными цифрами»²⁵.

В 1603 г. был отправлен первый корабль компании, за следующие четыре года – ещё 21. На эти экспедиции было потрачено 3,7 млн гульденов. Началась колонизация Азии Ост-Индской компанией. История эта была богата всевозможными приключениями, но она не имеет прямого отношения к ценным бумагам и мы её здесь пересказывать не будем – к тому же, она хорошо известна.

В расширении сферы влияния компании (и Нидерландов в целом) в бассейне Индийского океана решающее значение имело южноамериканское серебро, часть которого попадала из Испании различными путями в Амстердам. Кроме серебра, у голландцев не было товаров, которые они могли бы продавать в странах Азии. Основным покупателем серебра была Япония. Основное значение в проникновении голландцев на Восток и создании ими колониальной империи имело то обстоятельство, что они (опять-таки с помощью южноамериканских золота и серебра) всё больше и больше захватывали в свои руки внутреннюю торговлю между Японией, Китаем, Индией и другими странами, вытесняя местных купцов.

К 1608 году оказалось, что деятельность компании приносит не так много прибыли, как ожидалось. Компанию покинули некоторые крупные акционеры, но этот факт постарались не предавать огласке. В 1610 г. совет директоров принял решение всё-таки выплатить дивиденды, хотя и не

²⁴ Neal L. *Venture Shares of the Dutch East India Company* / L. Neal // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 171.

²⁵ Бродель Ф. *Материальная цивилизация, экономика и капитализм* / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. *Время мира*. – М.: Прогресс, 1992. – С. 224.

деньгами, на что рассчитывали акционеры, а пряностями – свободных денег у компании не было. А в 1612 г. было объявлено, что в 1623 г. (срок, указанный в уставе) компания не будет ликвидирована, а деньги акционерам через 10 лет после основания компании выдавать не будут. Желающие получить свои деньги могли лишь самостоятельно продавать свои акции через биржу. Так довольно быстро возник вторичный рынок акций Ост-Индской компании, пользовавшихся хорошим спросом (не все догадывались, что дела компании идут отнюдь не так гладко, как рекламировалось), и к 1607 г. 30% акций сменили своих владельцев.

В сущности, после преобразований 1612 г. голландскую Ост-Индскую компанию можно было считать полноценным акционерным обществом с обращаемыми акциями (у основного конкурента – английской Ост-Индской компании – такие преобразования произошли позже, в 1659 г.). Акции и той, и другой компаний начали регулярно торговаться на биржах, хотя курсы акций голландской компании начали официально объявляться гораздо позже, с 1723 г. (английской – с 1698 г.).

Накануне преобразований 1612 г. один из бывших крупных акционеров, Исаак ле Мэр, недовольный политикой компании, решил начать игру на понижение акций, обвиняя совет директоров в рискованной и сомнительной политике, но, после того как компания выдала дивиденды в 1611, 1612, 1613 и 1618 годах, её популярность только выросла.

История Исаака ле Мэра

Исаак ле Мэр был одним из знаменитых биржевых игроков того времени, прославившимся своими попытками играть на понижение акций Ост-Индской компании. Родился он в 1559 г., бизнес начал в Антверпене, где был достаточно известен, хотя и не входил в круг богатейших купцов. В 1585 г. он переселился в Амстердам, где финансировал торговлю всеми товарами, которые давали хорошую прибыль – зерном, солью, рыбой и т. п.

Торговые интересы Исаака ле Мэра простирались от Англии, Испании и Португалии до Ост-Индии и Вест-Индии. В 1599 г. он основал Новую Брабантскую компанию, и несколько рейсов его кораблей в Индонезию за специями принесли предпринимателю огромную прибыль. В

дальнейшем данная компания вошла в состав Объединённой Ост-Индской компании, а сам Исаак ле Мэр вошёл в состав управляющих и стал одним из крупнейших акционеров.

Однако вскоре он был обвинён в мошенничестве и отстранён от должности. Посол французского короля обратился к нему с предложением организовать французскую Ост-Индскую компанию. В случае успеха это мог бы быть серьёзный удар по монополии голландской Ост-Индской компании, однако переговоры затянулись и так и не дали результата. Тогда Исаак ле Мэр вместе с восемью компаньонами объединил капиталы и создал компанию, занимавшуюся сделками на срок с акциями голландской Ост-Индской компании. Полный желая отомстить, ле Мэр начал игру на понижение. При этом он использовал операции, бывшие предшественниками современных «коротких продаж». Заключение контрактов по сниженной цене должно было породить на бирже волну слухов и начать понижательное движение, на что и рассчитывал ле Мэр.

В октябре 1609 г. курс акций действительно заметно упал со 145 до 126 гульденов. Руководство компании по понятным причинам обвиняло во всём именно Исаака ле Мэра, хотя он и его компаньоны были не единственными игроками на понижение. Стараниями директоров Ост-Индской компании правительство Нидерландов приняло закон, запрещающий сделки на срок с акциями. После этого в следующем 1610 г. акции снова стали расти. Игра Исаака ле Мэра оказалась неудачной, и он с компаньонами понёс значительные убытки.

В 1614 г. ле Мэр учредил Австралийскую компанию, получившую полномочия от Генеральных Штатов на поиски нового морского пути в Ост-Индию вокруг Южной Америки, минуя Магелланов пролив (монопольным правом прохода через пролив пользовалась Ост-Индская компания). В 1615 г. ле Мэр отправил на поиски нового пути корабли, на которых были двое из его 22 сыновей. Один из кораблей потерпел крушение в пути, а другой, обогнув мыс Горн, достиг Явы. Однако там экипаж и сыновей ле Мэра арестовали власти Объединённой Ост-Индской компании как опасных конкурентов и доставили их в Амстердам. Хотя новый путь в Ост-Индию был найден, до его практической эксплуатации дело так и не дошло – он оказался труднее обычных путей. В 1622 г. Исаак ле Мэр, продав последние акции Австралийской компании, отказался от дальнейших попыток бороться с Ост-Индской компанией.

Расцвет Ост-Индской компании

Противники компании не успокаивались, и в написанной неизвестным автором небольшой книге «Необходимые рассуждения» (Nootwendich Discours) компания обвинялась в том, что её управление намеренно усложнено и запутано в интересах «некоторых корыстных управляющих», которые стараются сделать так, чтобы «ничего не выходило наружу». Предлагалось ограничить срок службы управляющих и дать возможность крупным акционерам назначать своих представителей в совет директоров. Были опубликованы и другие памфлеты на эту тему²⁶, и на уровне голландских масс-медиа, как мы сказали бы сейчас, разгорелась целая дискуссия о прозрачности управления в Ост-Индской компании.

Эта критика была услышана руководством компании, и в декабре 1622 г. опубликовали её новый, изменённый устав. Управляющие теперь выбирались сроком на три года, а крупные акционеры могли избирать девять представителей, имевших право совещаться по всем важным вопросам с семнадцатью директорами, присутствовать на заседаниях совета директоров (хотя и без права голоса), а также проверять отчётность компании на предмет её достоверности.

В 1632 г. дивиденды компании были объявлены обязательными к выплате, их средний размер достиг 12,5%. Чистая прибыль компании почти полностью стала распределяться между акционерами, а обязательность выплаты дивидендов приближала простые акции к облигациям. Чтобы не размывать доли акционерного капитала, компания получала необходимые для деятельности капиталы путём выпуска своих облигаций.

В начале деятельности компании в ней работало около 200 человек, в 1688 г. – 12 тысяч, ещё 10 тысяч плавали на кораблях. Всего же за историю компании, с 1602 по 1796 г., на неё работало около миллиона человек (население Нидерландов в XVII веке составляло не более двух миллионов). Капитан корабля получал 60–80 гульденов в месяц, матросы и другие сотрудники гораздо меньше – в среднем 10 гульденов. А небольшой дом в Амстердаме в то время стоил около 300 гульденов.

²⁶ «Краткое объяснение небольшой выгоды» – Korte aenwysinghe van de kleyne profijten.

Владения голландцев в Азии расширялись, несмотря на всё большую конкурентную борьбу с британцами, и влияние Ост-Индской компании усиливалось. Это отражалось на росте курса её акций. С 1602 по 1603 г. он поднялся от номинала до 130%. После того как в 1605 г. были впервые выплачены дивиденды в размере 15%, курс сразу вырос до 140% номинала (хотя первые дивиденды выплачивались не деньгами, а товаром – перцем). В 1607 г. после распространения недостоверных слухов о завоевании компанией Малакки курс составлял уже 180–200%. Однако в 1608 г. он снизился до 160, а потом и до 130%, после чего сразу началась уже упоминавшаяся массовая игра на понижение. В дальнейшем курс акций рос в среднем на 10% в год, достигнув 786% номинала в 1733 г.²⁷

После того как с 1723 г. курсы акций начали официально публиковаться в *Amsterdamsche Courant*, можно проследить их общую динамику, иногда (во время тех или иных политических событий) совпадавшую с колебаниями курса английской Ост-Индской компании. Дивиденды выплачивались часто, и к 1650 г. их совокупная сумма превысила первоначальный вклад в восемь раз. В перерасчёте на годовую прибыль инвесторы получили немало – по 27% в год²⁸.

Однако, хотя современники много говорили об огромных дивидендах, в среднем 20–22% (иногда и до 40%) в год, эти цифры следует воспринимать трезво, с учётом разницы биржевого курса акций и номинала. Владелец акции номиналом 3 тыс. гульденов, в 1670 г. при биржевом курсе 510% номинала и стоимости акции более 15 тыс. гульденов получал купон на прибыль 40%, рассчитанную по номинальной стоимости. Это давало реальную прибыль 7,84% годовых. При курсе 1200% акция номиналом 3 тыс. гульденов стоила на бирже 36 тыс. и распределение прибыли 40% годовых означало на деле 3,33% годовых.

В сущности, такая практика рекламы прибыльности была обычной, и голландскую Ост-Индскую компанию трудно обвинять в какой-либо нечестности. В ней не было

²⁷ Gaastra F. *War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries* / F. Gaastra // *The World of the East India Company* [Eds. M. Linkoln, N. Rigby]. – P. 55.

²⁸ Vries J., de. *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815* / J. de Vries, A. van der Woude. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 396.

никакого дутого пузыря, и доходы (пока они были)²⁹ объяснялись вполне реальной коммерческой деятельностью, создавшей устойчивый рост компании на протяжении почти столетия.

Упадок компании

В XVIII в. из-за конкуренции с англичанами, быстро захватывавшими рынки, голландская Ост-Индская компания стала сдавать свои позиции. Ослабление её влияния длилось почти шестьдесят лет и было вполне объяснимым. Всё чаще инвесторы при покупке акций отдавали предпочтение бумагам английской Ост-Индской компании, как быстрее растущим и более надёжным.

В 1781 г. дефицит бюджета голландской Ост-Индской компании достиг 22 млн гульденов, более чем в три раза превышая основной капитал. К декабрю 1794 г. её акции опустились до 120 гульденов, а ревизия в 1796 г. выявила, что долги превысили 100 млн гульденов. После этого компания была ликвидирована в 1798 году. Её имущество, в том числе владения в Азии, перешли в собственность государства.

Чем объяснить падение столь могущественной компании? Скорее всего, как обычно бывает в таких случаях, возникло неблагоприятное стечение нескольких обстоятельств. Изначально, наложив ограничение на рост своего капитала (вероятно, чтобы не увеличивать число акционеров), компания лишила себя многих выгод. Капитализация компании (в 1670 г. – 33 млн гульденов с учётом биржевого курса её акций) была слишком незначительной для амстердамских биржевых спекулянтов. Их аппетиты к тому времени заметно выросли, и они всё больше инвестировали капиталы в английские бумаги, значение которых в биржевой игре в Амстердаме постоянно росло.

Обострялась конкуренция с англичанами и на морях. Особенно это касалось «внутренней торговли» (*inlandse handel*) – перевозок товаров из одних городов Индии в другие, из Индии в Китай и т. п., дававших весьма заметный вклад в доходы компании. Эти перевозки, долгое время контролировавшиеся голландцами, всё больше захватывали

²⁹ Из-за отсутствия систематической отчётности сейчас сложно определить, какими именно были доходы компании.

англичане. Ещё одним немаловажным обстоятельством была растущая коррумпированность погрязших не только в роскоши, но и в контрабанде чиновников компании в отдалённых колониях в Азии, где их было труднее контролировать (особенно это касалось Гоа и Батавии).

Кредитно-финансовые услуги

Кредиторы всей Европы

Возвышение Амстердама основывалось на транзитной торговле, на том, что голландцы стали перевозчиками для всего мира, комиссионерами и маклерами для всей Европы. Им удалось это сделать благодаря обилию свободного капитала и, главное, дешёвому кредиту, которым славился амстердамский финансовый рынок.

Амстердамский банк не был эмиссионным, поэтому он не был озабочен вечными проблемами кассовой наличности. Голландцы не создавали эмиссионный банк не потому, что не могли это сделать – они в нём не нуждались. Всё было направлено на финансирование перевалочной торговли, а для этого необходимы были лёгкие и быстрые расчёты, которые позволяли компенсировать многочисленные платежи. Однако Амстердамский банк не был и кредитным институтом. А кредит был Амстердаму жизненно необходим, учитывая ту массу товаров, которые проходили через Нидерланды.

Дешёвый кредит широко предлагался многочисленными частными банкирами и крупными купцами, находившими столь изощрённые и многообразные пути, что проследить все способы предоставления кредита просто невозможно. На этом кредите была основана вся комиссионная торговля Нидерландов. Кроме того, голландцы обеспечивали кредитом всю Европу – именно в этом был главный секрет их процветания.

Обмен информацией и пресса

Амстердам с его сферой финансовых услуг стал основным центром для обмена коммерческой информацией. Такой обмен происходил между купцами, банкирами и предпринимателями во всех финансовых центрах, начиная с

древних времён. Но, вероятно, именно в Амстердаме впервые стали осознавать важность доступа к финансовой информации и её концентрации в одном месте (таком как Амстердамская биржа), а также ценить саму возможность эту информацию получать.

Особенно заметным это стало в XVIII веке, когда Амстердам был признанным центром международной информационной сети – её рост отражал расширение международного рынка капиталов. В дальнейшем роль такого центра перешла к Лондону. Коё в чём Лондон, возможно, опережал Амстердам уже в XVII веке – первый информационный бюллетень с ценами акций был опубликован в 1698 г. Джоном Кэстеингом, брокером из знаменитой лондонской кофейни Джонатана. В Амстердаме первый подобный бюллетень (издававшийся два раза в неделю, по вторникам и пятницам) появился гораздо позже, в августе 1796 г. – во всяком случае, более ранние голландские бюллетени не известны.

Обмен финансовой информацией в Амстердаме был настолько развит, что в XVIII веке появилась пресса, предоставлявшая такую информацию – *Amsterdamshe Courant*, издававшийся три раза в неделю; *Maandelijkse nederlandsche mercurius* и *Nederlandsche jaarboeken*, выходившие раз в месяц. В этих периодических изданиях можно было найти курсы ценных бумаг на Амстердамской бирже и другие важные для инвесторов данные. Публикация курсов ценных бумаг в газетах стала радикальным шагом в доступе к коммерческой информации, принципиально расширявшим возможности её получения. До появления общедоступной прессы основным источником финансовой информации была личная деловая переписка и личные контакты, которые необходимо было не только налаживать, но и поддерживать.

В газете *Amsterdamshe Courant*, издававшейся три раза в неделю, раздел финансовых новостей появился в 1723 г. в субботних выпусках. Вначале в нём публиковались курсы акций в Амстердаме, затем добавились курсы английских акций. Газета *Maandelijkse nederlandsche mercurius* начала публиковать курсы акций в 1792 г., и к концу этого года список акций занимал уже половину страницы.

Механизмы кредитных услуг и финансовый капитализм

Комиссионную торговлю изобрели не голландцы – она существовала задолго до них. Но именно в Нидерландах комиссионная торговля стала одной из главных форм коммерческой деятельности. Голландцы постоянно давали кредит иностранным купцам, которые поручали им приобретать товары и обращавшиеся на бирже ценные бумаги за вознаграждение, получаемое обычно через два-три месяца после отправки заказанного товара. Иными словами, покупатель получал кредит на этот срок. Если иностранный купец отправлял голландскому партнёру партию товара с поручением продать его за определённую цену, голландский комиссионер обычно выплачивал от 50% до 75% стоимости товара. Так комиссия дополнялась кредитом, что всё больше и больше привлекало в Нидерланды поток транзитных товаров.

Такая система транзитной торговли не могла существовать долго – покупателям и продавцам свойственно стремиться избавляться от посредников для максимизации своей прибыли. И если на первых этапах покупателям и продавцам ещё необходимы были голландские посредники, помогавшие найти им выгодные сделки, то во второй половине XVIII века система транзитной торговли стала всё больше приходить в упадок.

Однако у голландцев оставалось другое, более важное преимущество, особенно ценное на фоне сокращения торговли – изобилие свободного капитала и возможность предоставлять кредит. Так голландцы из перевозчиков Европы стали банкирами всего мира. Вероятно, это общий путь всех экономических и финансовых центров – от торговли к сфере финансовых услуг. Так было в Венеции и в Генуе в XV веке, в Лондоне в начале XX века, и во многих других случаях.

Механизм голландского кредита был основан на движении огромного количества переводных векселей. Иногда это движение требовало подкрепления в виде наличных денег, но с ними проблемы никогда не было – Нидерланды имели положительный платёжный баланс. Среди вексельных операций были, конечно, и ничем не гарантированные, «дутые». Однако общее накопление капиталов (уже само по себе по инерции обеспечивавшее рост голландской экономики) было настолько

значительным, что эти «дутые» сделки никак не влияли на общее процветание Нидерландов.

Обилие свободных капиталов побуждало к дальнейшему развитию сферы кредитно-финансовых услуг, и так голландцы стали признанными банкирами и кредиторами всего мира. Но во второй половине XVIII в. появились и тревожные симптомы. К этому времени уже не только в Голландии накопились свободные капиталы, и зарабатывать на кредитных услугах становилось всё труднее. Стоимость кредита упала до 2–3% (подобно тому, как это было в Генуе в 1600 г.), и любое предложение, хотя бы немного превышавшее ставки в Амстердаме, сразу же создавало отток капиталов из Нидерландов – нередко в весьма удалённые части мира.

Это напоминало ситуацию с экспортом капитала в Великобританию в начале XX века, хотя было одно весьма существенное отличие. Отток британских капиталов из страны часто принимал форму займов, дававшихся колониям для покупки продукции английской промышленности, и большая часть капиталов возвращалась обратно. В Нидерландах, где не было никакой промышленности, дело обстояло иначе. Начался реальный отток капиталов из страны, больше всего связанный с иностранными займами.

В XIX веке историки голландской экономики считали, что такой переход к финансовому капитализму и стал основной причиной упадка республики. Хотя во времена этих рассуждений само понятие «финансовый капитализм» не существовало, как не было понятий «сфера финансовых услуг» и «сервисная экономика». Всё это рассматривалось более упрощённо, как «торжество ростовщического капитала», «засилье рантье» и т. п. Смысл этим словам придавался однозначно негативный. Когда в конце XIX века по тому же пути пошла Великобритания, отношение к финансовому капитализму стало меняться. О том, что сегодня сферу финансовых услуг никто не рассматривает как «торжество ростовщического капитала», можно даже и не говорить – иные времена. Постиндустриальная эпоха расставила свои акценты.

Иностранные займы в Нидерландах

Практика иностранных займов, бравшихся у голландских частных банкиров, началась с XVII века, но особенно распространилась в следующем XVIII веке. За займами обращались многие государства Европы. Особенно часто заёмщиками были король Франции, императрица России Екатерина II, короли датский и шведский, германские княжества и др. Лёгкость, с которой голландские банкирские дома предоставляли займы, сделала эту практику весьма соблазнительной для заёмщиков.

При получении займа иностранным государством голландская банкирская компания (часто это были банкиры братья Хоупы; в России их фамилию произносили «Гоппе»), согласившаяся заняться размещением на амстердамском рынке облигаций и рассчитывающая на крупные комиссионные, объявляла о начале подписки на заём. Обычно подписка была открытой, хотя иногда, если заём имел надёжные гарантии, облигации сразу распространялись среди других банкиров и без объявления подписки.

Доходность облигаций обычно была невысокой (5% считались высокой ставкой), и практически всегда амстердамские банкиры требовали гарантий – земельной недвижимости, надёжных статей государственных доходов, крупных партий пользующихся устойчивым спросом товаров или же драгоценных камней (российская императрица Екатерина II отправила в качестве залога бриллианты).

Банкирская фирма, занимавшаяся займом, обычно сама предоставляла клиенту деньги и занималась распределением процентов, взимая комиссионные за все эти услуги. Затем фирма привлекала посредников, каждый из которых достаточно быстро размещал среди своих инвесторов определённое количество облигаций. Бумаги попадали на биржу, где начиналась игра на повышение. Её методы были уже хорошо отработаны – требовалось распустить необходимые слухи, организовать видимость бурного спроса и т. п. После этого облигации размещались без труда.

Рынок облигаций в Нидерландах

От аннуитетов к «вечным» облигациям

Возникновению массового облигационного рынка предшествовал рынок аннуитетов. Аннуитетные (т. е. пожизненные) контракты соединяли в себе элементы долгового инструмента и страхового договора. Лицо, заключавшее аннуитетный контракт и уплачивавшее определённую сумму, подобно владельцу облигации, получало ежегодные процентные выплаты. После смерти этого лица его наследники получали остаток суммы. По сути это были долгосрочные инвестиции владельца аннуитетного контракта в долговой финансовый инструмент с фиксированным процентом прибыли.

Предшественники таких контрактов были известны ещё в Древнем Риме, где они назывались *annua*. Использовались подобные контракты и в итальянских городах с XII века, и во Франции с XIII века, где *rentes viagieres* (пожизненные аннуитетные контракты) использовались для аккумуляции капитала так же, как и первые предшественники государственных облигаций – *rentes heritable*. Во Фландрии пожизненные аннуитетные контракты назывались *lijfrenten*, они были широко распространены и в Нидерландах в XVII–XVIII вв.

В Нидерландах аннуитеты начало выпускать государство, и они всё больше приближались к государственным займам. В 1554 г. для финансирования войны с Францией нидерландское правительство выпустило аннуитеты сроком на шесть лет на общую сумму 100 тыс. гульденов. В Англии в качестве государственных займов аннуитеты стали использоваться с 1692 года.

Во время «золотого века» голландской колониальной империи произошло размежевание аннуитетов, относившихся больше к формировавшемуся рынку страховых услуг, и рынка облигаций. Впрочем, на классических британских «консолях» – 5% государственных облигациях, не имевших срока погашения, даже и в конце XVIII века можно было видеть их название – *Five per cent Annuities* (т. е. «Пятипроцентный аннуитет», предполагавший выплату 5% годовых), хотя по сути это были уже не аннуитеты, а типичные государственные облигации, обращавшиеся на рынке.

В Нидерландах по мере развития финансового рынка широко распространилась практика выпуска облигаций государственных займов, а также займов городов и провинций. Это небольшое государство накопило за счёт

торговли столь значительные капиталы, что нидерландские инвесторы были готовы покупать облигации и внутренних, и иностранных займов, особенно если по ним предлагалась повышенная доходность.

В 1600–1619 г. передаваемых облигаций внутренних займов Нидерландов было выпущено на 2,1 млн флоринов, в 1671–1677 гг. – уже на 7,8 млн флоринов. К 1764 г. при годовом доходе страны 120 млн флоринов общая сумма долга по облигационным займам под низкий процент (в среднем 2,5%) составляла 400 млн флоринов. Задержек с выплатой дохода по этим бумагам никогда не было, поэтому многие инвесторы (в том числе и мелкие) охотно приобретали их. Никому не приходило в голову забирать свои капиталы, хотя желающие могли легко с выгодой продать собственные облигации – на бирже или внебиржевом рынке ценных бумаг они обычно котировались в среднем 105% номинала. «Доказательство богатства голландских частных лиц и великого обилия денег... состоит в том, что три миллиона пожизненных шестипроцентных рент, подлежащих выплате из 2,5% облигаций, были собраны менее чем за десять часов», и если бы нужно было собрать «пятнадцать миллионов, результат был бы тем же»³⁰.

В начале XVII века в Нидерландах получили распространение бессрочные «вечные» (perpetuities) облигации. В 1624 г. они были выпущены Hoogheemraadschap Lekdijk Bovendams – обществом, строившим дамбы. Эти облигации не имели срока погашения и ежегодная прибыль по ним может быть получена и сегодня, составляя порядка 11 евро в современных ценах с учётом инфляции. Обращаемость «вечных» облигаций распространилась с середины XVII века, с того же времени возник их вторичный рынок.

«Вечные» облигации вызвали в Нидерландах целую «инвестиционную революцию» – появление заметного социального слоя инвесторов, вкладывавших свои капиталы в облигации. В отличие от аннуитетов – персональных контрактов, срок действия которых заканчивался со смертью инвестора, «вечные» облигации не только обращались на рынке, но и обеспечивали на долгий срок процентным доходом наследников инвестора.

³⁰ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – С. 200.

Корпоративные облигации также появились в начале XVII века. В 1626 г. обычные корпоративные облигации с двухлетним сроком погашения выпустила нидерландская Ост-Индская компания. В дальнейшем она не раз прибегала к облигационным займам, и эти бумаги имели хороший спрос на бирже. Вскоре выпуск корпоративных облигаций стал в Нидерландах распространённой практикой. Номинал облигаций обычно был порядка 1000 гульденов и они были рассчитаны на состоятельных инвесторов. Средняя годовая прибыль вначале была в среднем 6,5% (в первой половине XVII века такая же прибыльность была и у государственных облигаций Нидерландов), затем она была снижена (как и у государственных облигаций) до 5%. На менее состоятельных инвесторов были рассчитаны муниципальные облигации. Такие облигации Амстердама с 1578 по 1605 г. имели номинал 50 гульденов³¹.

Появление облигаций сравнительно небольшого номинала было признаком демократизации облигационного рынка и повышения его доступности для мелких инвесторов с небольшими доходами. Так как муниципальные облигации выпускали с XVII века многие города Нидерландов, у инвесторов были неплохие возможности диверсифицировать свои пакеты облигаций и не ограничиваться только лишь государственными долговыми инструментами. Объединяя в одном портфеле аннуитеты, «вечные» государственные облигации, корпоративные облигации и акции, инвесторы обеспечивали себе надёжность вложения капиталов. Это создало у инвесторов новый уровень готовности к риску, породив «инвестиционную революцию» и появление в Нидерландах массового социального слоя индивидуальных инвесторов.

С 1740-х годов сложились благоприятные условия для вложения сбережений голландских инвесторов в иностранные облигации. Это совпало с тем, что в странах Европы внутренние займы не могли обеспечить поступление необходимых финансовых ресурсов из-за ограниченного количества инвесторов, готовых в них участвовать. Оставались только внешние займы, и этот путь оказался весьма соблазнительным для многих благодаря

³¹ Goetzmann W. N. Perpetuities in the Stream of History. A Paying Instrument from the Golden Age of Dutch Finance / W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 182–184.

Нидерландам. Так с XVIII века всё большее распространение в странах Европы стала приобретать практика государственных облигационных займов, размещавшихся на амстердамском рынке ценных бумаг.

Сами по себе государственные облигационные займы появились задолго до того – это были займы итальянских городов и размещавшиеся генуэзскими банкирами испанские облигации *juros*. Распространение государственных займов в XVIII веке было вызвано общим дефицитом финансовых ресурсов того времени, отягощённым военными расходами государств, которые не собирались отказываться от агрессивной внешней политики. Размещение внешних займов других государств стало основным направлением деятельности амстердамского облигационного рынка. В сущности, размещение иностранных облигационных займов на амстердамском рынке стало экспортом голландского капитала.

Было бы неверным утверждать, что размещение государственных займов европейских стран было возможным только на амстердамском рынке. Во второй половине XVIII века услуги по выпуску облигационных займов и инвестициям в государственные ценные бумаги предлагали и другие финансовые центры Европы – Париж, Лондон, Генуя, Женева, Франкфурт. Однако все они, и даже Лондон, в то время уступали Амстердаму по объёмам свободного инвестиционного капитала, готового к вложению в облигационные займы. Часть капитала, которым располагали амстердамские банкиры, имела нидерландское происхождение, а часть была связана с другими странами. В данном случае важным было то, что управление этими финансовыми ресурсами, независимо от их происхождения, было сосредоточено именно в Амстердаме.

Типичным примером финансовой компании, занимавшейся внешними займами, был банкирский дом Генри Хоупа (Henry Hope) – Hope & Co. По словам самого Хоупа, в 1790-е годы в Нидерландах было много свободного капитала, и у большинства его владельцев после всех затрат оставалось в виде сбережений около 75% их доходов. Эти сбережения они были готовы выгодно инвестировать в ценные бумаги, как во внутренние, так и во внешние³².

³² Неудивительно, что капитал банкирского дома Hope & Co с 1762 по 1769 г. вырос с 4,3 млн флоринов до более чем 6,8 млн. Среднегодовые темпы

Обычно крупный банкирский дом, такой как дом Хоупов, выпускал облигационный заём и передавал его для размещения своим агентам – сравнительно небольшим финансовым фирмам. Наиболее известными из них были J. Menkema, A. van Ketwich, P. Stadnitski, I. van Eik, A. Strockel, W. Croese & Co, S.& D. Saportas, D. W. van Vloten, van Maurick & Willink, H. van Maarseveen.

Если в XVII веке в Нидерландах происходило накопление капитала, поступавшего в основном из прибыли от торговли (агрессивная политика голландцев по захвату новых рынков была общеизвестной), то на рубеже XVI и XVII веков произошёл переход от торгового капитализма к финансовому, в котором всё больше начала доминировать сфера финансовых услуг. Объёмы голландской торговли стали снижаться (по сравнению с конкурентами), а количество ценных бумаг, проходивших через Амстердам, продолжало расти до конца XVIII века.

Общий объём капиталов, инвестированных в облигационные займы (как иностранные, так и колониальные займы различных голландских плантаций и т. п.), в 1782 г. достиг 475 млн флоринов. Что характерно, из них более половины были вложены в английские ценные бумаги – за счёт быстрого роста английского финансового рынка эти бумаги были более выгодны для голландских инвесторов.

Индивидуальные инвесторы

По приблизительным оценкам, в 1620 г. общее количество голландских индивидуальных инвесторов, вкладывавших свои капиталы в облигации и другие ценные бумаги, достигало 65 тысяч. Среди них действительно активных инвесторов, регулярно совершавших операции по покупке и продаже ценных бумаг, было не так уж много –

роста капитала достигали 8,64%, среднегодовой доход составлял 8,25%. Доля в акционерном капитале Генри Хоупа, основного партнёра банкирского дома, выросла с 57 тыс. флоринов в 1762 г. до более чем 4,75 млн флоринов в 1801 г. Средняя годовая доходность различных займов отличалась. Внутренние займы (например, Зеландии) в 1792–1800 гг. имели доходность в среднем 2,5%, лотерея голландской Ост-Индской компании – 3%, австрийские облигации – 4–5%, российские – 5%, США – 5% (Riley J. *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740–1815* / J. Riley. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – P. 15, 51).

около 1000, если не считать периодов спекулятивного ажиотажа³³.

Владельцы более крупных капиталов (kapitalist, как их называли в Нидерландах; это были, как правило, предприниматели) вкладывали свои деньги в ценные бумаги для получения дополнительного дохода. В отличие от рантье, прибыль состоятельных инвесторов от ценных бумаг не была их основным доходом. Менее состоятельные инвесторы, часть из которых была рантье в узком смысле слова (т. е. лицами, жившими преимущественно на доходы от ценных бумаг), принадлежали к различным социальным слоям, от чиновников и мелких купцов до вдов, вложивших остатки своих сбережений в ценные бумаги.

Большинство инвесторов, вкладывавших свои сбережения в облигации, не интересовались целью займов и тем, какой стране они принадлежат (это касается и тех случаев, когда иностранные займы использовались для финансирования войн). О социальной ответственности в то время мало кто задумывался. Предпочтения тем или иным бумагам отдавались обычно на основании простейших критериев – доходности и надёжности.

В 1788 г. работавший за комиссионные агент по размещению займов Питер Стадницкий (Pieter Stadnitski) в своём меморандуме отмечал, что «более состоятельная публика» сравнивает инвестиционные возможности и цель займов, а «мелкие капиталисты в Нидерландах, как правило, вообще не задают вопросов о том, для чего собираются деньги»³⁴.

История Питера Стадницкого

История Питера Стадницкого была типичной для многих участников голландского рынка финансовых услуг. Сын мелкого торговца текстилем, он начал свой бизнес в 1760-е годы с капиталом менее 50 тыс. флоринов, занимаясь товарными операциями с хлопком. Благодаря амбициозности и настойчивости, в 1780-е годы фирма Pieter

³³ Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 26–27.

³⁴ Wintel, P. van. Het aandeel van den amsterdamschen handel aan den opbouw van het americaansche gemeenebest / P. van Wintel // Werken uitgegeven door de vereeniging het Nederlandsch Economisch-Historisch Archief. Vol. 1 – Hague, 1927. – P. 169–170, 183.

Stadnitski, продолжая заниматься товарными операциями, всё больше специализировалась на брокерских услугах и спекуляции ценными бумагами. Стадницкий отдавал предпочтение нидерландским государственным облигациям и французским рентам, хотя при случае занимался за комиссионные распространением шведских, датских, российских и польских облигаций.

В 1782 г. Стадницкий организовал первую собственную фирму, специализировавшуюся на операциях с французскими аннуитетами. Затем он учредил ещё несколько предприятий вместе с Хенриком Волленховеном (Henrik Vollenhoven). Наконец, в 1787 г. он открыл своё комиссионное агентство, занимавшееся распространением государственных облигаций США. Эта деятельность дала ему возможность приобрести большое количество ненаселённых земельных участков в Северной Америке, чтобы затем их перепродать со значительной выгодой.

О доходах агентства Стадницкого можно судить по таким цифрам: в 1788–1793 гг. он занимался размещением облигаций российских займов на общую сумму 4,295 млн флоринов (8,67% от общего объёма этих облигаций, размещённых в те годы). Комиссионные при размещении российских займов составляли в среднем 1,8%, что давало 77 тыс. флоринов дохода только лишь по российским займам и только за пять лет³⁵.

Амстердамская биржа

Предыстория биржи и начало операций с акциями

Амстердам славился не только своим банком, но и рынком ценных бумаг, в центре которого была биржа. Если считать, что акции возникли, когда капитал стал делиться на доли, и эти доли достаточно активно обращались на вторичном рынке (в отличие от долей в классических обществах с ограниченной ответственностью), то в таком случае история рынка ценных бумаг началась, конечно же, не во время расцвета Амстердама, а гораздо раньше. Предшественниками акций были *luoghi* – доли генуэзского банка Сан-Джорджо и *kuxen* – доли германских

³⁵ Buist M. *At Spes Non Fracta: Hope & Co, 1770–1815. Merchant Bankers and Diplomats at Work* / M. Buist. – Hague: Nijhoff, 1974. – P. 100–110.

горнодобывающих обществ.

В рамках такого подхода можно считать, что и облигации в бездокументарной форме существовали раньше. Они активно покупались и продавались в Венеции, Генуе и Флоренции. В XVI веке известны были испанские государственные облигации *juros*, в то же время появились французские ренты и облигации германских ганзейских городов.

Если же начинать историю акций и облигаций с появления документарной ценной бумаги (когда сам факт владения такой бумагой обеспечивал все необходимые права, и благодаря обращаемости этих бумаг появился их массовый рынок), то такие бумаги появились в Амстердаме не ранее XVII века. Там они стали широко обращаться документами, и только здесь их оборот и спекуляция приобрели размах, напоминающий более поздние биржи. «То, что было новым в Амстердаме, так это объёмы, текучесть, открытость, свобода спекулятивных сделок. Сюда лихорадочно вшивалась игра, игра ради игры», ведь «в умелых руках игра на акциях могла обеспечить немалые доходы»³⁶.

Амстердамская биржа была основным центром притяжения для рынка ценных бумаг Нидерландов. Первые встречи купцов для совершения сделок (в том числе и с ценными бумагами) начались в Амстердаме ещё в 1530-е годы на улице *Warmoesstraat*. Когда участников этих встреч стало слишком много, и они начали мешать движению пешеходов и повозок по улице, городские власти перенесли в 1561 г. место встреч купцов на Новый мост, в то время наиболее северный мост Амстердама. Однако место для встреч на открытом непогоде мосту было неудобным, и в 1586 г. городские власти разрешили купцам использовать для своих встреч часовню Св. Олафа, расположенную недалеко от Нового моста. Большая часть сделок на этих встречах были товарными, хотя немало было и вексельных операций. Операции с акциями начались на бирже после учреждения в 1602 г. Ост-Индской компании.

В 1608 г. было решено построить недалеко от городской ратуши крытую биржу с прямоугольным двором, колоннами по периметру и башней с часами. Неслучайно именно в это время в 1609 г. был основан Амстердамский

³⁶ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 2. Игры обмена. – М.: Прогресс, 1988. – С. 88.

банк. Повышение надёжности платежей через банк и финансовых операций в целом ускорило рост активности на рынке ценных бумаг. После создания Амстердамского банка начался расцвет биржи, открывшейся в новом здании с 1611 г. Эту биржу обычно называют биржей Хендрика де Кейсера (Hendrick de Keyser) по имени архитектора здания, чтобы отличать её от биржи Зохера (Zocher), работавшей с 1845 по 1903 г. и биржи Берлаге (Berlage) – с 1903 г. Здание биржи Берлаге, расположенное на центральной улице Дамрак, хорошо сохранилось до наших дней.

Амстердамская биржа стала основным рынком ценных бумаг всей Европы. На бирже в обращении находились в основном облигации государственных займов и акции колониальных компаний – преимущественно голландских Ост-Индской и Вест-Индской. Кроме того, в обращении были акции английских Ост-Индской компании и Компании Южного моря, а также акции Банка Англии, пользовавшиеся большим спросом. Встречались акции датских и шведских торговых компаний. Акции становились всё более распространённым финансовым инструментом – в 1720 г. на Амстердамской бирже котировались акции уже 34 компаний³⁷.

Основным объектом биржевых спекуляций в Амстердаме были акции Ост-Индской компании. Если говорить точнее, сами акции компании были, в продолжение итальянских традиций, бездокументарными. При покупке акции право собственности владельца подтверждалось записью в реестр акционеров, куда вносились их имена и уплаченная сумма. Как и в итальянских компаниях, этот реестр был основным юридическим документом.

Инновацией было то, что акционерам выдавались свидетельства о получении денег, имевшие порядковые номера и стандартный отпечатанный в типографии бланк с текстом, в который вписывались имена акционеров и внесённая ими сумма. В сущности, это тоже не были акции в современном понимании, а своего рода расписки, подтверждающие покупку доли участия в капитале компании. Однако для простоты исследователи амстердамского рынка ценных бумаг называют их акциями. Все расписки были именными (бумаги компании на предъявителя появились гораздо позже), и вначале

³⁷ Spiesser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spiesser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 240.

руководство компании предполагало, что таким образом оно сможет предотвратить спекуляцию акциями. Но эти расчёты не оправдались.

Владельцы долей не могли забрать вложенный капитал, однако они имели право продавать долю на бирже (фактически при этом продавалась расписка) и приобретать новые доли. При сделках с акциями покупатель уплачивал их стоимость, переводя деньги через Амстердамский банк и получая на руки свои бумаги. Доли участия могли быть разного размера, поэтому вначале так называемые акции Ост-Индской компании не имели номинала, их стоимость была разной в зависимости от доли участия в капитале компании. Несмотря на это, они оказались вполне удобными для спекулятивных операций. Позже на бирже появилась условная единица стоимостью 3000 флоринов, получившая название «акция» (actie).

Биржевая спекуляция

Постоянное и быстрое повышение и понижение цены акций благодаря искусственно изменявшемуся спросу и предложению питали биржевую спекуляцию, доводя ажиотаж до колоссальных размеров и поощряя учреждение акционерных компаний. Учредительство было облегчено тем, что первый взнос акционеров редко превышал 10–15% номинальной стоимости акций, после чего компания считалась основанной.

Количество учреждаемых компаний доходило до 15 в месяц. Авторы рекламных проспектов не утруждали себя описанием целей учреждаемых компаний – были там и проекты создания вечного двигателя, и т. п. – главное было выпустить акции и побыстрее продать их. «Однажды в течение 6 недель подписано было акций на 500 млн гульденов». Так слово «компания», когда-то обозначавшее «общий хлеб» и означавшее свободную ассоциацию предпринимателей, «начало служить прикрытием для самых наглых покушений на чужой карман, торговля же акциями почти с самого начала возникновения своего сделалась позорным занятием»³⁸.

Операции по покупке-продаже акций обычно происходили при посредничестве биржевого маклера, получавшего

³⁸ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – М.: Статут, 2000. – С. 86.

за свои услуги около 1% от стоимости акции. Осуществляя передачу акций, их продавец подписывал квитанцию в присутствии одного из директоров компании, а секретарь компании регистрировал сделку.

Практика показала, что для спекулятивных операций право владения особого значения не имело. При продаже и покупке выполнявших роль акций стандартизированных расписок биржевые спекулянты продавали и покупали то, чем они, по сути, не владели в правовом смысле (акционером оставался первоначальный владелец, чьё имя было вписано в реестр акционеров). Однако на расписки был спрос, и спекуляция *en blanc* – «впустую», как её тогда называли, процветала. Недаром на Амстердамской бирже её назвали «торговлей ветром», так как деньги делались, образно говоря, из ничего – «из воздуха». Главное, что операции приносили прибыль. Всё остальное для амстердамских биржевых игроков не имело значения³⁹.

Поскольку существовала длительная тенденция к повышению курса акций, это было главным побудительным мотивом всех спекулятивных операций с ними, основанных на колебаниях курса из-за различных новостей, а также истинных и ложных слухов. По словам французского посла в Амстердаме, «барон Жуассо, весьма богатый еврей в Гааге, похвалялся перед ним тем, что может заработать сто тысяч экю за день, ежели узнает о кончине короля испанского... за 5 или за 6 часов до того, как она станет известна в Амстердаме... ибо он и два других еврея, Тешейра и Пинто... самые могущественные в торговле акциями»⁴⁰.

Исаак де Пинто (1717–1787) – португальский финансист еврейского происхождения, переселившийся в Амстердам и ставший одним из крупнейших инвесторов Ост-Индской компании⁴¹, так описывал хорошо ему знакомую биржевую спекуляцию. «Возможность продать свои бумаги на какой-то срок и получить на них какую-то разницу заставляет многих вкладывать в это дело свои деньги, с кото-

³⁹ Shelton J. P. The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History / J. P. Shelton // *Business History Review*. – 1965. – Vol. 39. № 3. – P. 396–400.

⁴⁰ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 2. Игры обмена. – М.: Прогресс, 1988. – С. 90.

⁴¹ В 1762 г. Пинто опубликовал в Амстердаме книгу *Essai sur le Luxe*, где подробно описал мир амстердамской биржевой спекуляции. В 1763 г. он обанкротился на рискованных спекулятивных операциях, после чего ему пришлось продать свой роскошный дом и переселиться в Гаагу.

рыми они никогда не расстались бы, если бы не эти выгоды. В Англии и Голландии много богатых людей, которые не хотят вкладывать деньги в... новые бумаги, не желая подвергать себя риску... Но что они делают? Они вкладывают по десять, пятнадцать или двадцать тысяч фунтов стерлингов в аннуитеты, которые продают на срок биржевым спекулянтам; они продельвают это годами, и счёт идёт на миллионы... Обращение, которое создаёт такая игра, огромно, и просто невозможно представить, насколько она облегчает возможность в любой момент сбыть с рук эти ценные бумаги, причём на весьма значительную сумму»⁴².

Среди знаменитых игроков того времени был молодой биржевой спекулянт Иосиф Дейтц (Joseph Deutz), сын состоятельных родителей (его отец Ян Дейтц занимался торговлей). Дейтц специализировался на опционах, играя на разнице цен в операциях на срок. Сделки на срок с ценными бумагами увеличивали объём рынка спекулятивных бумаг. Именно такая спекуляция быстро расцвела на Амстердамской бирже вокруг акций. Хотя преимущественно это были наиболее популярные акции Ост-Индской, а затем и Вест-Индской компаний, в биржевой игре участвовали и другие акции. В мае 1678 г. позиция Дейтца в акциях Ост-Индской компании составляла 8090 гульденов и была не такой уж значительной. Но если учесть курс акций в то время – 319% от номинала, – то реальная стоимость его позиции достигала 25 807 гульденов.

Бум вокруг акций Вест-Индской компании

После появления на бирже акций Вест-Индской компании, основанной в 1621 г., спекулятивный ажиотаж ещё больше усилился, так как подписка на новые акции производилась не только в Нидерландах, а и в других странах, для чего был составлен первый в истории проспект эмиссии. Чтобы привлечь инвесторов, на проспекте было изображение знаменитых латиноамериканских серебряных рудников Потоси, в чём был намёк на якобы солидное обеспечение акций. Однако, несмотря на вспышку биржевого ажиотажа, в дальнейшем подписка на акции этой компании пошла очень медленно, и её сроки приходилось

⁴² Цит. по: Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – С. 222–223.

два раза увеличивать.

В новых выпусках проспекта эмиссии инвесторам внушали, что Голландия вскоре начнёт войну с Испанией и захватит все её колониальные владения. Однако даже такая агрессивная реклама ненадолго ускорила подписку. В проспекте утверждалось, что аренда земли даёт 3% годовых, залог недвижимости – 4–6%, депозитные вклады – 5–6%, успешные производственные предприятия – до 10%, торговля – до 20%, а Ост-Индская колониальная торговля – до 24% годовых. Вест-Индская торговля должна была быть ещё выгоднее, так как путешествие в Латинскую Америку занимало в четыре раза меньше времени, чем в Индию.

Однако биржа не клюнула на эти рекламные приманки, и в отличие от Ост-Индской компании дела Вест-Индской компании пошли далеко не так благоприятно. Она прославилась больше пиратством, захватив только с 1623 по 1636 год 537 испанских судов с товаром на сумму 40 млн гульденов. В конце концов, компания обанкротилась, несмотря на разрекламированные планы завоевания Бразилии. Наибольшая спекулятивная горячка вокруг акций Ост-Индской и Вест-Индской компаний отмечалась в 1630-е годы. Затем после многочисленных банкротств она временно ослабела, чтобы с новой силой вспыхнуть в начале XVIII века.

Деривативы

Деривативы (производные финансовые инструменты) в своих первых формах получили широкое распространение на Амстердамской бирже. Операции с ними называли там *windhandel* – «торговлей ветром». Однако они приносили прибыль, если разница курсов акций была правильно спрогнозирована.

Сделки на срок были широко распространены и в предыдущие века – преимущественно в товарных операциях. Особенно популярными они стали в Антверпене. В Нидерландах они распространились в операциях с ценными бумагами после того, как в конце XVI в. многие города начали выпускать облигации муниципальных займов и возник вторичный рынок этих бумаг (в середине XVII века общая стоимость муниципальных облигаций составляла не менее 60% общего облигационного долга Нидерландов).

Именно в Нидерландах сделки на срок приобрели форму стандартизированного и отпечатанного в типографии документа, напоминающего акции Ост-Индской компании. В этот документ можно было вставлять имена участников сделки, суммы и сроки (впервые такая форма упоминается в 1610 г.). Такой документ стал широко обращаемым, иначе говоря, его можно легко покупать и продавать, как для хеджирования, так и в спекулятивных целях⁴³. С появлением такого стандартизированного документа можно говорить о возникновении фьючерсов и опционов, после чего началось формирование полноценного рынка деривативов⁴⁴.

Больше всего форвардные контракты, фьючерсы и опционы использовались в спекулятивных операциях с акциями Ост-Индской компании. С 1602 г., когда была основана голландская Ост-Индская компания, её акции можно было приобрести на бирже по фиксированной цене, оговорив срок поставки в расчёте на рост их курса. На популярность сделок на срок не оказала заметного влияния даже попытка противников компании начать в 1607 г. игру на понижение, распуская слухи о скором банкротстве компании (об истории начатой Исааком ле Мэром игры на понижение уже говорилось).

Новый всплеск операций с деривативами начался после учреждения в 1621 г. Вест-Индской компании и спекуляции её акциями. Так на Амстердамской бирже обычной стала практика использования деривативов. При таких сделках покупатель обычно продавал акции, спекулируя на разнице стоимости. Ко времени появления книги «Запутанная паутина» в 1688 г. использование деривативов в операциях с ценными бумагами стало обычным делом.

Иосиф де ла Вега

Спекуляция ценными бумагами подробно была описана в книге испанского еврея Иосифа де ла Вега «Запутанная паутина» (*Confuzion de Confuziones*), вероятно,

⁴³ Подробно эти операции проанализированы в статье: Gelderblom O. Amsterdam as the Cradle of Modern Futures Trading and Options Trading / O. Gelderblom, J. Jonker // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 189–206.

⁴⁴ Хотя сами по себе сделки на срок появились ещё в Италии, там они не имели вид стандартизированных обращаемых документов.

родившегося в Амстердаме около 1650 г. Книга, опубликованная в 1688 г. в Амстердаме, была намеренно написана витиеватым стилем, трудным для понимания. Возможно, так автор хотел передать запутанность биржевой игры, а возможно, такой вычурный язык (*stilo culto*) был свойственным для испаноязычной литературы того времени. «Если иностранец окажется на улицах Амстердама и спросит, где он находится, ему ответят – среди спекулянтов. Нет там ни одного уголка, где бы ни говорили об акциях... Когда спекулянты говорят, они говорят только об акциях», и даже когда они хотят есть, «их пища – акции»⁴⁵.

Мы не знаем, насколько книга Иосифа де ла Вега привлекла внимание современников в Нидерландах, но она сразу же была переведена на английский язык. А в XX веке, когда выросло значение рынка ценных бумаг и биржевой спекуляции в жизни общества, книга «Запутанная паутина» неоднократно издавалась на разных языках (первое издание в XX веке вышло на немецком языке)⁴⁶.

В 1995 г. в *Financial Times* была опубликована статья, в которой «Запутанная паутина» названа лучшей книгой для инвесторов, в том числе и для современных, так как каждому инвестору, чтобы разобраться в современных рынках, необходимо для начала понять, как работал рынок акций в его первоначальной форме, возникшей в Амстердаме⁴⁷.

Иосиф де ла Вега упоминал, что сам участвовал в биржевой игре и пять раз был полностью разорён, но снова возвращался на биржу, тянувшую его как магнит. Поэтому он называл биржу средоточием всего истинного и всего ложного, пробным камнем всех осторожных и могилой всех чересчур смелых. Ведь спекуляция привлекала всех своей простотой – не нужно было ни пересылать товары, ни вести бухгалтерские книги, ни держать приказчиков. В отношении биржевой игры Иосиф де ла Вега рекомендовал никогда не давать другим людям советы, какие акции покупать, а какие продавать. А главное, говорил он, никогда нельзя слишком

⁴⁵ Vega J., de la. *Confusion de Confusiones. Portions Descriptive of the Amsterdam Stock Exchange* / J. de la Vega [Ed. & Transl. H. Kellenbenz]. – Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1957. – P. 22.

⁴⁶ Vega J., de la. *Die Verwirrung der Verwirrungen: vier Dialoge über Börse in Amsterdam* / J. de la Vega [Ed. O. Pringsheim]. – Breslau: H. Fleischmann, 1919. – 233 s.

⁴⁷ Lambert R. *Investing by the Book* / R. Lambert // *Financial Times*. – 1995. – Jan. 28.

долго держать у себя акции, ибо биржевая прибыль «подобна утренней росе», которая быстро и незаметно исчезает.

Иосиф де ла Вега разделял участников биржевых операций на три типа: владельцы крупных капиталов, интересовавшиеся не колебаниями курса акций, а стабильно получаемыми дивидендами; купцы, получавшие прибыль от реальных операций покупки-продажи акций; азартные игроки, занимавшиеся срочными сделками и часто продававшие с прибылью акции ещё до завершения сделки по их покупке.

По его мнению, на курс акций влияли состояние торговли с Индией, политическая обстановка в Европе и, главное, настроение биржи. Если первые два обстоятельства в принципе поддавались рациональному анализу и прогнозу, то настроение биржи совершенно невозможно было предвидеть.

Через сто лет после появления книги Иосифа де ла Вега, в конце XVIII в. картину биржевых спекуляций в Амстердаме дают сохранившиеся архивы крупной банкирской конторы Луи Греффюля, глубоко вовлечённой в биржевые спекуляции ценными бумагами. Для всякого игрока на Амстердамской бирже главное было удачно предвидеть будущие курсы ценных бумаг на голландском рынке. Греффюль использовал для этого информацию из Лондона, где он имел обширные деловые связи, в том числе с крупным еврейским банкирским домом Абрахама Гарсия. «Если бы в делах с ценными бумагами, – писал он своему клиенту Рудольфу Халлеру, имея в виду английские государственные облигации, – всё можно было бы предугадать, люди... всегда делали бы удачные дела»⁴⁸.

Уже через восемь лет после появления акций Ост-Индской компании спекуляция стала настолько массовой, что власти стали воспринимать её как общественное зло, неоднократно издавая постановления Генеральных Штатов (нидерландского парламента) о запрете продавать акций больше, чем их реально было в наличии, т. е. сделок с акциями на срок. Такие постановления издавались в 1610, 1621, 1623, 1677 и 1700 гг., но они не смогли остановить спекулятивный ажиотаж.

⁴⁸ Luthy H. La Banque protestante en France de la Revocation de l'Edit de Nantes a la Revolution / H. Luthy. – 2 t. T. 2. De la Banque aux Finances (1730–1794). – Paris: S.E.V.P.E.N. 1961. – P. 515.

В спекулятивных операциях принимали участие не только владельцы крупных капиталов (преимущественно еврейские банкиры), но и другие участники биржевой игры, относящиеся к различным социальным слоям. «Горячкой акционерной спекуляции охвачены были представители всех классов общества; большая часть из спекулянтов оканчивали разорением, обогащая только немногих избранных»⁴⁹.

По словам французского посла в Гааге, описывавшего события 1698 г., «благодаря прогнозам... политических спекулянтов, которые сами нередко пребывают в неуверенности, цены на акции колеблются так сильно, что сделки заключаются по несколько раз в день», причём назвать их можно не столько сделками, «сколько игрой или заключением пари»⁵⁰. Усиливало спекуляцию и то, что до 1747 г. курсы акций официально не объявлялись (хотя товарные цены Амстердамская биржа публиковала с 1585 г.). Но главным обстоятельством, изначально сделавшим спекуляцию ценными бумагами на Амстердамской бирже массовой, было участие в ней большого количества мелких игроков.

Кофейни и клубы биржевиков

Мелкие игроки из-за отсутствия официального курса акций сами не могли сделать какие-либо обоснованные прогнозы о состоянии рынка. Не могли они самостоятельно участвовать и в биржевых операциях, к которым допускались только маклеры и купцы. Таким игрокам оставалось лишь посещать расположенные возле биржи кафе – «Английское», «Французское», «Лейденское», «Рошельское» и др., – где собирались биржевики. Это давало им ощущение своей причастности к биржевому миру.

В расположенных неподалёку от биржи кофейнях подавали новые и быстро ставшие модными кофе, какао и чай. Нетрудно представить себе, как амстердамские биржевики, скорее всего не считая количество выпитых чашек кофе, начинали говорить всё громче и оживлённее, приходя в то всем нам знакомое состояние кофейного возбуждения, которое при спекуляции ценными бумагами

⁴⁹ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – М.: Статут, 2000. – С. 85.

⁵⁰ Цит. по: Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – С. 230.

может легко перейти в ажиотаж. Наверное, недаром и в Амстердаме, и в Лондоне, и во всех других мировых финансовых центрах биржевики собирались именно в кофейнях, а не просто на бульварах...

По словам Иосифа де ла Вега, «наши спекулянты посещают определённые дома, где продаётся питье, которое голландцы называют коффи, а левантинцы – каффе». Эти «кофейные дома» (coffy huisen) с их соблазнительными [возможностями] времяпровождения были зимой большим удобством; одни предлагали книги для чтения, другие – игорные столы, «и во всех найдёшь собеседников, чтобы поболтать. Кто-то пьёт шоколад, кто-то кофе, кто-то молоко, а кто-то чай, и все... курят табак... Таким образом они обогрываются, угощаются, развлекаются по дешёвке, выслушивая новости... Вот в один из этих домов в часы работы биржи входит то или иное лицо, играющее на повышении. Его спрашивают, что стоят акции, он добавляет к их цене на этот момент один-два процента, достаёт маленькую записную книжку и принимается записывать нечто такое, что есть лишь у него в голове, чтобы заставить каждого поверить, будто он действительно это сделал, и чтобы подогреть... желание купить какую-нибудь акцию из страха, как бы её цена не возросла ещё больше»⁵¹.

Утром с 10 до 12 часов сделки заключались в кофейнях и на площади перед биржей, открывавшейся в 12 и работавшей до 14 часов. Толпа стремилась войти внутрь к 12 часам, так как после этого вход становился платным. В здании биржи входящим свои услуги предлагали маклеры. Когда биржа закрывалась, игроки перемещались в кофейни, где могли вести переговоры до самого вечера.

Кроме кофеев, амстердамские предприниматели встречались и в коммерческих клубах. Видимо, клубный стиль бизнеса, получивший затем такое развитие в Англии, зародился именно в Голландии. Коммерческие клубы появились в Нидерландах в середине XVII века. В отличие от биржи, куда мог прийти любой человек, в том числе с неизвестной репутацией, в клубах их члены лично знали друг друга; за нарушение правил клуба легко могли исключить. Это создавало атмосферу доверия, столь необходимую в бурном деловом мире Амстердама.

⁵¹ La Vega, J. de. Die Verwirrung der Verwirrungen: vier Dialoge über Börse in Amsterdam / J. de la Vega [Ed. O. Pringsheim]. – Breslau: H. Fleischmann, 1919. – S. 192.

Был клуб и для тех, кто профессионально занимался операциями с акциями – Коллегия торговцев акциями (Collegie van den Actionisten). «Коллегиями» в то время называли все клубы – во время знаменитого бума спекуляции тюльпанами специалисты по этому товару собирались в клубе Collegie van de Blommisten. Члены клуба торговцев акциями встречались в таверне De Plaetse Royael на улице Kalverstraat недалеко от центральной площади Дам. О деятельности клуба мало что известно. Ясно только, что в городе были и другие подобные клубы. Иосиф де ла Вега упоминает о нескольких таких клубах, где собирались биржевики, а также об «еврейских клубах».

Биржевая жизнь и финансовые инновации

В Амстердаме впервые появились профессиональные биржевые спекулянты – gente de especulacion, о которых говорили, что они даже во сне видят акции. Часть из них специализировалась на игре на повышение, другая часть – на понижение. Повышатели и понижатели объединялись в группировки, распространявшие ложные слухи, в том числе подбрасывая якобы случайно потерянные письма с вымышленным сообщением для того, чтобы создавать на бирже необходимое настроение на повышение или, соответственно, на понижение. Спекулятивные операции с акциями стали настолько популярными, что количество их активных участников с двух десятков в начале XVII века выросло во много раз к концу столетия, когда «в этой игре, по словам современников, принимало участие всё население, даже женщины, старики и дети»⁵².

Игра на Амстердамской бирже стала такой изощрённой и запутанной, что сделала из этого города место совершенно уникальное для тех, кто имел талант к биржевой игре. На бирже самими по себе играми на повышение и понижение уже никого нельзя было удивить – это были само собой разумеющиеся вещи. Те же, кто имел талант, зарабатывал на бирже на спекуляциях, не имея в руках ни акций, ни наличных денег.

Жизнь на бирже кипела. Вначале туда допускались все желающие. Им предлагали свои услуги более тысячи макле-

⁵² Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – С. 337.

ров, разделявшиеся на группировки (coteries). Переход маклера в другую группу расценивался как предательство. Одни группировки играли на повышение, другие на понижение. Остальная масса биржевых спекулянтов присоединялась то к одной, то к другой группе.

Ежедневно с полудня до двух часов на бирже собиралось множество людей (иногда более четырёх тысяч), заключавших сделки с акциями. По словам одного из современников, «они пожимают друг другу руки, кричат, оскорбляют, поносят и толкают друг друга». На бирже впервые появились «быки» (liefhebbers), боровшиеся с «медведями» (contremines), а биржевые игроки «грызли ногти, теребили пальцы, нервно моргали, мерили пространство шагами и останавливались каждые четыре шага, чтобы поговорить сами с собой о чём-то важном»⁵³.

В XVII веке на Амстердамской бирже начались и операции с облигациями. Преимущественно это были займы правительства Нидерландов, а также муниципальные займы Амстердама и некоторых других голландских городов. Однако облигации не имели такого распространения на бирже, как акции, которыми было легче спекулировать.

В середине XVIII века на бирже котировалось 44 наименования ценных бумаг – три вида нидерландских акций, три – английских, и 25 наименований облигаций различных внутренних займов. К концу столетия в котировках было уже более 100 различных бумаг. Впрочем, регулярные торги акциями проводились лишь с бумагами Ост-Индской компании. В биржевых операциях с ценными бумагами была распространена выдача кредитов под залог ценных бумаг.

В Голландии возникла (наверное, впервые в истории) и практика продажи ценных бумаг с отсрочкой платежа, позаимствованная потом в Англии. Уже первые крупнейшие акционеры Ост-Индской компании, Питер Линтгенс (пакет акций на 105 тыс. гульденов) и Исаак ле Мэр (пакет на 85 тыс. гульденов) не оплачивали сразу купленные акции, внося лишь 25% общей суммы. Замысел был прост – уплатить небольшую часть стоимости крупного пакета, подождать, пока акции вырастут в цене (хотя бы до 105% номинала, по которому они были куплены в кредит), после

⁵³ Цит. по: Schama S. Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age / S. Schama. – Los Angeles: University of California Press, 1988. – P. 349.

чего перепродать их с прибылью и с полученной суммы вернуть долг за акции. Разница являлась чистой прибылью. Выгода таких операций была очевидной, и в дальнейшем практика продажи акций с отсрочкой платежа всё больше расширялась.

Так, благодаря обменному банку и динамичной бирже финансовый рынок Амстердама два столетия был основным в мире и пользовался наибольшим доверием среди инвесторов. Они предпочитали размещать свои капиталы в Амстердаме, так как здесь риски были наименьшими. К тому же, в XVII–XVIII веках учётные ставки в Амстердаме практически всегда были ниже, чем в других финансовых центрах Европы. Ост-Индская компания в первые годы своей деятельности брала кредиты в Амстердамском банке под 6,25% годовых (частные краткосрочные кредиты в это время давались под 10%). В 1620-е годы компания брала в банке кредиты под 5%, в 1656 г. – под 4%, в 1685 г. – под 3%, в 1723 г. – под 2%. Эти цифры показывают, насколько финансовый рынок Амстердама был насыщен свободными капиталами, притягивая их к себе из других стран Европы. Основную роль в такой притягательности финансового рынка Амстердама играло наличие обменного банка и динамичной биржи с рынком ценных бумаг.

Главные инновации на Амстердамской бирже были связаны не с продажей на срок – такие операции начались раньше. И даже крупные компании, бумаги которых создали динамичный рынок акций, появились в это время не только в Нидерландах, но и в других странах Европы. Инновации, появившиеся именно в Амстердаме, были связаны с новыми методами покупки и продажи акций, и прежде всего с возможностью приобретения ценных бумаг с отсрочкой платежа, что позволяло инвесторам участвовать в этих операциях без риска утратить все свои сбережения в случае неудачи.

Институциональные инвесторы. Появление инвестиционных фондов

Первые институциональные инвесторы появились ещё в итальянских городах – некоторые больницы в Венеции вкладывали свои капиталы в государственные облигации для получения прибыли. В Нидерландах институциональными инвесторами были торговые купеческие гильдии, ре-

лигиозные организации и больницы⁵⁴. Усложнение инфраструктуры финансового рынка Амстердама привело к увеличению количества институциональных инвесторов, преимущественно инвестиционных фондов.

Первые инвестиционные фонды были подобны более поздним трастовым компаниям. Наиболее известным создателем таких фондов был Абрахам ван Кетвич (Abraham van Ketwich), амстердамский брокер, прославившийся своими инновационными экспериментами с инвестиционными фондами (хотя фонды Кетвича были не единственными, появившимися в то время в Нидерландах). В 1770-е годы Кетвич организовал несколько фирм, занимавшихся операциями с акциями. Наиболее известным из них стал учреждённый в 1770 г. инвестиционный трастовый фонд. Однако деньги инвесторов этот фонд вкладывал в бумаги только одного типа – облигации займа американских плантаций. С точки зрения диверсификации рисков это было не самое удачное решение, и когда после кризиса 1773 г. эти бумаги быстро упали в цене, Кетвич понял свою ошибку.

В 1774 г. он создал новый инвестиционный фонд, в портфель которого входили и другие бумаги, в том числе иностранные государственные облигации. Название фонда (Eendragt Maakt Magt) повторяло наиболее популярный слоган Нидерландской республики – «Единство создаёт силу». Основанный сразу после кризиса 1772–1773 гг., фонд предоставлял мелким инвесторам возможность диверсифицировать свои вложения. Согласно программе фонда Eendragt Maakt Magt, диверсификация обеспечивалась за счёт инвестирования капиталов вкладчиков в разных странах (в Австрии, Дании, Германии, Испании, Швеции, России, а также в Вест-Индии – колониях Центральной Америки). По проекту учредителей фонд должен был существовать 25 лет, выплачивая 4% годовых, после чего инвесторы получали обратно свои капиталы. Фонд выпустил и разместил среди инвесторов 2000 акций. По желанию инвесторов они получали либо именные акции, либо акции на предъявителя. Новые инвесторы для участия в фонде должны были приобрести акции либо у других инвесторов, либо на свободном рынке.

⁵⁴ Gelderblom O. With a view to hold: The emergence of institutional investors on the Amsterdam securities market during the seventeenth and eighteenth centuries / O. Gelderblom, J. Jonker // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 71–98.

После этого в 1779 г. Кетвич создал ещё один фонд, *Concordia Res Parvae Crescunt* (его название было латинским переводом названия предыдущего фонда – *Eendragt Maakt Magt*), у которого была большая степень свободы инвестиционной политики. В проспекте нового фонда отмечалось, что капиталы могут инвестироваться в любые надёжные бумаги.

По примеру фонда *Eendragt Maakt Magt* в 1770-е годы стали появляться и другие инвестиционные фонды. В 1776 г. консорциум банкиров из Утрехта основал фонд *Voordeelig en Voonigtig* («Прибыльный и благоразумный»), весьма напоминавший по организации фонд *Eendragt Maakt Magt*. Похожи были и рекламные проспекты обеих фондов.

Доходность фондов Кетвича оказалась не такой высокой, как он обещал в рекламе (в 1811 г. стоимость акций *Eendragt Maakt Magt* упала до 25% от номинала 500 гульденов), однако, несмотря на это, фонды продолжали существовать и заниматься операциями с ценными бумагами. История фонда *Eendragt Maakt Magt* продолжалась до 1824 г. (вдвое дольше, чем планировалось при его основании), и после ликвидации оставшиеся участники получили по 561 гульдену за акцию номиналом 500 гульденов. Фонд *Concordia Res Parvae Crescunt* существовал ещё дольше – он был ликвидирован в 1893 г., когда инвесторы получили по 430,55 гульденов на акцию (87% первоначальных инвестиций)⁵⁵.

В 1780-е годы, когда у Кетвича не было возможности создать новый многоцелевой фонд, он погрузился в крупномасштабные операции по размещению иностранных государственных займов. На этих операциях Кетвич скопил достаточный капитал, чтобы основать новый фонд и, главное, создал связи с большим количеством будущих клиентов. Новый инвестиционный фонд был создан в 1790 г. (в 1802 г. он был объединён с двумя другими фирмами), занимаясь управлением инвестиционным капиталом, вкладываемым в консолидированные французские аннуитеты⁵⁶.

⁵⁵ Rouwenhorst K. G. *The Origins of Mutual Funds* / K. G. Rouwenhorst // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 262.

⁵⁶ Goppel W. *Ontwikkeling en beteekenis van de adminiatratiekantoren* / W. Goppel // *De nederlansche financier, Jubileumsuitgave of the Dagelijksche beurscourant*. – 1939. – 2 Feb. – P. 31–34.

Финансовые кризисы в Нидерландах

«Тюльпаномания» и кризис 1637 года

В 1630-е годы, кроме обычных товарных операций на Амстердамской бирже, значительное количество сделок было связано с тюльпанами, завезёнными в Европу в середине XVI века из Турции. Распространившееся в Голландии массовое увлечение тюльпанами, превратилось в настоящий ажиотаж, сопровождавшийся спекуляцией луковицами редких сортов тюльпанов, стоивших немалых денег.

В романе А. Дюма «Чёрный тюльпан» его герой, Корнелиус ван Берле, «не зная, куда девать своё время, а главное – деньги, количество которых ужасающе увеличивалось», выбрал среди увлечений «своей страны и эпохи самое изысканное и самое дорогое. Он полюбил тюльпаны»⁵⁷.

Спекулятивные операции с тюльпанами заключались на бирже и приобрели все характерные черты биржевой игры, основанной на сделках на срок и на разнице цен в этих сделках. В этом отношении бум «тюльпаномании» в 1634–1636 гг., закончившийся обвальным падением цен и кризисом, ничем не отличался от бумов и кризисов, связанных со спекуляцией ценными бумагами.

Цены на тюльпаны зависели от времени года и от времени заключения предварительных контрактов, подобных современным фьючерсам. В конце 1634 г. в этом буме начали всё больше участвовать непрофессиональные игроки, и это было верным признаком перехода бума в стадию спекулятивного ажиотажа, когда близок крах.

В декабре 1636 – январе 1637 г. ажиотаж на рынке фьючерсов на поставки тюльпанов стал максимальным. Некоторые редкие сорта луковиц тюльпанов стоили по 500–900 гульденов (за 300 гульденов можно было купить небольшой дом в Амстердаме, за 1000 – большой особняк на берегу канала)⁵⁸. Эту стадию спекулятивного ажиотажа можно считать пиком раздувания спекулятивного пузыря. По степени ажиотажа это был, вероятно, один из самых

⁵⁷ Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. – http://royallib.ru/book/dyuma_aleksandr/cherniy_tyulpan.html.

⁵⁸ Garber P. Tulipomania / P. Garber // *Journal of Political Economy*. – 1989. – Vol. 97. № 3. – P. 535–560.

ярких эпизодов в истории спекулятивных бумов, и о нём часто вспоминают историки.

Обвальное падение цен на тюльпаны началось после заключения контракта цветовода Генрикуса из Гронингема. В контракте на продажу тюльпанов на несколько тысяч гульденов было условие, что если к середине 1637 г. цены упадут, покупатель сможет отказаться от сделки, заплатив неустойку 10% от общей суммы. Наличие оговорки о возможности падения цен привлекло всеобщее внимание. На бирже, как обычно, поползли слухи, а потом началась паника. С начала февраля 1637 г. цены стали быстро снижаться, вскоре достигнув уровня всего лишь 5% максимальных. Такое быстрое падение цен сопровождалось многочисленными банкротствами⁵⁹.

Кризисы второй половины XVIII века – общие черты

Финансовые кризисы второй половины XVIII века были похожи между собой, и все они были связаны с непомерным раздуванием кредита и переполнением рынка ценными бумагами. Кризисы возникали с интервалом примерно в 10 лет, что наводит на мысль о механизме саморегуляции в нидерландской экономике, избавлявшей от массы излишних ценных бумаг, когда их количество превышало реальные возможности финансовой системы.

Каждый из кризисов начинался с дефицита наличных денег, после чего учётная ставка поднималась до 10–15%. За этим следовала волна банкротств, часто весьма крупных (фирм Нёвиллей в августе 1763 г., Клиффордов – в декабре 1772 г., Ван Фрелинков – в октябре 1780 г.). Во время этих банкротств убытки составляли порядка 5–7 млн флоринов, и они запускали общую панику на бирже. Причины банкротств были разные, связанные со спецификой деятельности этих компаний. Нёвилли увлеклись рискованными операциями в торговле с германскими государствами, Ван Фрелинк – в балтийской торговле, а Клиффорды участвовали в сомнительных операциях на Лондонской бирже с акциями колониальных компаний.

⁵⁹ Dash M. Tulipomania. The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions it Aroused / M. Dash. – N.Y.: Three Rivers Press, 1999. – P. 162–174.

Кризис 1763 года

Кризис 1763 г. начался после Семилетней войны (1756–1763 гг.). Нейтральная Голландия во время войны процветала, голландцы контролировали почти всю торговлю Франции в Африке и в Америке, получая прибыль до 200%, несмотря на то, что многие голландские корабли были захвачены англичанами; убытки от этого достигли 100 млн флоринов.

Однако такое расширение торговых операций потребовало раздувания кредитного пузыря и непомерного увеличения операций акцептирования векселей. Всё чаще веселя с истёкшим сроком оплачивались новыми векселями, выданными на другие фирмы, и общее количество фиктивных операций значительно выросло. Возникла огромная масса ценных бумаг (преимущественно векселей), в 15 раз превышавшая объём наличных денег, бывших в обращении в Нидерландах. В то время нужно было идти на большой риск, чтобы принимать на себя какие-либо крупные финансовые обязательства – либо рисковать сознательно, либо проявлять неосмотрительность.

Когда возник дефицит наличных, необходимых для оплаты векселей, дисконтёры стали отказываться их принимать – а точнее, они уже не имели возможности их оплачивать. Началась волна банкротств, захватившая вначале Амстердам, затем Берлин, Гамбург, Бремен, Лейпциг, Стокгольм, но больше всего – Лондон, в то время тесно связанный с голландским финансовым рынком.

Кризис начался 2 августа 1763 г. после банкротства амстердамского финансиста А. Иозефа (фирма A. Joseph & Co), имевшего необеспеченный кредит на 1,2 млн флоринов, а также фирмы братьев Нёвиллей (Gebr. de Neufville) с долгами 6 млн флоринов. По слухам, распространившимся в Лондоне, 13 сентября 1763 г. в Амстердам была отправлена из Англии огромная по тем временам сумма – 500 тыс. фунтов для помощи голландским купцам, оказавшимся на грани банкротства. В действительности это не была бескорыстная помощь – голландцы изымали капиталы, вложенные в английские ценные бумаги, что в кризисной ситуации вполне естественно. За время, прошедшее с начала кризиса до по-

лучения английских денег, общее количество банкротств в Амстердаме выросло до 35⁶⁰.

Амстердамская биржа была полностью парализована и там царил атмосфера всеобщего недоверия. Прекратился не только учёт векселей и другие операции с ценными бумагами, но и обычный обмен валют. Из Германии и других стран местные банкиры начали отправлять в Голландию серебро и золото в слитках, чтобы поддержать свой кредит в Амстердаме. А с 4 августа Амстердамский банк начал принимать депозиты в виде золотых и серебряных слитков.

В обычное время стоимость кредита в Амстердаме составляла 2–6%, но во время кризиса получить кредит стало проблематично под любой процент, и вся экономическая система Нидерландов, державшаяся на кредите, пошатнулась. Под угрозой оказались и основанные на учёте векселей потоки капиталов между Амстердамом и Парижем, Лондоном, Гамбургом. Так кризис 1763 г. показал всю хрупкость и нестабильность системы голландского финансового капитализма, державшегося преимущественно на заёмном капитале.

Кризис 1773 года

В январе 1773 г. французский консул в Амстердаме сообщал в своём донесении, что амстердамский рынок, так же как и лондонский, просто переполнен бумагами, и «в любых вещах существует предел, после которого надлежит непременно отступать»⁶¹. Сам кризис 1773 г. начался 28 декабря с банкротства одного из наиболее престижных банкирских домов Clifford & Zoonen, существовавшего уже 150 лет. Это было для всех полной неожиданностью, и биржа снова была парализована. Обанкротились и другие вполне солидные фирмы – они были вынуждены прекратить платежи, так как в сложившихся условиях не могли оплатить свои переводные векселя. На грани банкротства были многие торговые и финансовые фирмы Амстердама, в том числе такие крупные, как Фридерикс, Хоггер и др. В Париже на одну ночь собрали 300 тыс. флоринов, чтобы предотвратить коллапс Амстер-

⁶⁰ Wilson C. Anglo-Dutch Commerce & Finance in the Eighteenth Century / C. Wilson. – Cambridge: Cambridge University Press, 1966. – P. 167–168, 176.

⁶¹ Цит. по: Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – С. 270.

дамской биржи, затем из Франции поступило золото на 1 млн флоринов, а из Англии серебро на 2 млн флоринов. Никто не был заинтересован в дестабилизации амстердамского финансового рынка.

В конце января недолгий кризис закончился, но по своим последствиям он оказался гораздо более серьёзным, чем предыдущий. Источник кризиса находился за пределами Амстердама – в Лондоне. В 1772 г. там был в разгаре спекулятивный бум вокруг акций английской Ост-Индской компании. Однако после того, как Ост-Индская компания столкнулась с трудностями в Бенгалии в попытках подчинить своему влиянию эту часть Индии, курс её акций упал. Это произошло слишком поздно для лондонских игроков на понижение, а для игравших на повышение этих акций голландских финансистов, в частности Клиффордов, резкое падение акций стало полной катастрофой. Её масштабы усугублялись тем, что при покупке акций 80% стоимости оплачивалось в кредит, что раздувало сумму долгов, возможность вернуть которые зависела от успешности биржевой игры и от курса акций. С началом кризиса Банк Англии прекратил учёт всех векселей, и это имело особенно пагубные последствия для амстердамского финансового рынка.

Для помощи Амстердаму снова была организована международная финансовая помощь – стабильность голландского кредитного рынка была так же важна для многих иностранных его участников, как сегодня стабильность доллара, основной международной валюты. А в январе крупнейшие амстердамские предприниматели решили создать коллективный фонд для поддержки финансового рынка (*Fonds tot maintien van het publiek crediet*) в форме банка, поддерживавшего выпуск облигационных займов. С помощью властей города банк действительно смог обеспечить кредит для продолжения операций с товарами и с облигациями внутренних займов. Доверие к кредиту было хотя бы отчасти восстановлено, и к концу 1773 г. фонд (изначально создававшийся как временный) был ликвидирован.

В Лондоне кризис вскоре закончился, а вот в Амстердаме он оказался затяжным. В марте 1774 г., когда после кризиса прошло более года, настроения среди купцов и финансистов всё ещё были упадочными. Пять крупнейших и богатейших банкирских домов вышли из игры, среди них фирма Андре Пельса, предоставлявшая крупные кредиты участникам международной торговли. Для всех было очевидно, что если крупные игроки начнут уходить с Амстер-

дамской биржи, то вместе с ними уйдут и крупные сделки, а с крупными сделками – и крупная прибыль.

В то время все ещё считали Амстердам финансовой столицей мира, так как в Голландии денег было больше, чем в любой другой стране. Однако, скорее всего, финансовым сердцем мира тогда уже стал Лондон, быстро восстановивший силы после кризиса 1773 г. Особенно явно это первенство Лондона проявилось во время кризиса 1780–1783 годов.

Кризис 1780–1783 годов

Этот кризис был в Голландии особенно продолжительным и тяжёлым по своим последствиям, так как его отягощала четвёртая англо-голландская война (1781–1784) за сферы влияния в мире, в результате которой англичане отобрали у голландцев остров Цейлон (Шри-Ланка). Политическим итогом финансового кризиса стала так называемая Батавская революция в Нидерландах, начатая «партией патриотов», возглавлявшейся Ван дер Капелленом, сторонником Франции. Не погружаясь здесь в описание событий этой революции, отметим лишь, что это была первая революция такого рода на Европейском континенте – предвестник Французской революции.

И хотя по условиям Версальского договора, подписанного 3 сентября 1783 г., Англия признавала своё поражение в англо-голландской войне, всё равно в это время она стала экономическим и финансовым центром мира. Амстердаму же бы уготован долгий путь угасания, и конец этого пути был неизбежен – упадок.

Упадок Амстердама

К концу XVIII века Амстердам и Нидерланды в целом начали сдавать позиции, уступая свою роль Лондону так же, как когда-то Венеция уступила свою роль Антверпену, а Лондон со временем уступил Нью-Йорку своё место на мировых финансовых рынках. Может быть, это и не был упадок в прямом смысле слова – Амстердам оставался богатым городом и крупным финансовым центром и в XVIII, и в XIX, и в XX веках, но главным банкиром всего мира он уже не был.

Возможно, причина этого была в самом голландском финансовом капитализме, создавшем отток капитала из страны. Голландская финансовая олигархия замкнулась в себе и, как в Венеции и Генуе, отошла от активной торговли, превращаясь в сообщество кредиторов-рантье. Так начался переход от простых и здоровых целей всякой экономики к сложным и запутанным денежным играм. Вероятно, это судьба всякого зрелого капитализма – превращаться в финансовый капитализм, чрезмерно увлекаясь ценными бумагами и кредитом – увлекаясь до опасного предела.

Когда Нидерланды были захвачены войсками Наполеона, большая часть финансовой инфраструктуры Амстердама была нарушена, голландские государственные облигации обесценились. Вся система голландского кредита, на которой держались мировые финансовые рынки, пошатнулась. И когда французские войска ушли из Амстердама, этот город уже не смог восстановить своё значение общемирового финансового центра. Внешние долги Нидерландов росли в конце XVIII в. колоссальными для того времени темпами – в среднем по 30 млн флоринов в год. Внутренние долги также быстро росли, в среднем на 21 млн флоринов в год. Всё это не могло не вызывать беспокойства инвесторов и снижения их доверия к надёжности облигационных займов.

Первые признаки упадка стали заметными на амстердамском финансовом рынке в 1793 г., когда начались австрийско-английские переговоры о размещении в Лондоне нового австрийского займа на 36 млн флоринов. Впечатлял размер займа – в Амстердаме австрийские займы традиционно оставались в пределах 3 млн. В 1794 г. объём австрийского займа был расширен до 55 млн флоринов, а в 1797 г. начались переговоры о размещении в Англии нового займа⁶². Сигнал был очевидным для всех, кто хотел его увидеть. А когда после окончания в 1815 г. наполеоновских войн Франция поручила размещать свой облигационный заём не амстердамским банкирам, а британскому банкирскому дому Baring Brothers, это был явный признак утраты Амстердамом былого значения.

В начале XIX века сохранялась вероятность того, что Амстердам восстановит своё значение. В городе всё ещё были сосредоточены значительные капиталы, а также опытные

⁶² Riley J. *International Government Finance and the Amsterdam Capital Market, 1740–1815* / J. Riley. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – P. 196–197.

финансисты. Количество наименований ценных бумаг в обращении на Амстердамской бирже даже выросло с 96 в 1772 г. до 98 в 1815 г. и 108 в 1820 году, однако упадок Амстердама был неизбежен.

Причины этого были внутренними, не связанными с войнами Наполеона. В основе финансового рынка Амстердама не было какой-либо существенной реальной экономики, так как Нидерланды были небольшим государством с небольшой экономической системой. В начале XIX века, в эпоху промышленной революции в экономике Англии, Франции, Германии и других стран Европы всё большее значение приобретала тяжёлая промышленность. Однако в Голландии не было ни угля, ни железной руды, поэтому не было и заметной тяжёлой промышленности. Основной акцент был сделан на кредитно-финансовые услуги.

Это был чистый финансовый капитализм, которым прославилась Голландия, и в основе могущества Амстердама были преимущественно финансовые операции. Голландский «буржуа... подвергается ожирению. Он живёт на свою ренту, которую ему доставляют... либо колонии, либо ссуженные им деньги». Голландия становится «денежным заимодавцем всей Европы. Интерес к капиталистическим предприятиям какого бы то ни было рода уменьшается всё более». Так голландцы «перестали быть купцами», став кредиторами. «Кредит мог быть государственным и вексельным акцептным кредитом», но в любом случае «предпринимательский дух был... сломлен, когда это предоставление кредита сделалось главным занятием буржуа»⁶³.

Видимо, дело всё же было не в том, что предпринимательский дух голландцев был сломлен, как драматично говорил об этом В. Зомбарт. Сегодня, спустя века, есть гораздо более прозаическое (и более правдоподобное) объяснение. Когда в результате активной торговли либо иной предпринимательской деятельности накапливается достаточное количество свободного капитала, многим становится ясно, что кредитно-финансовые услуги – гораздо более выгодное (и менее хлопотное) дело, чем торговля или производственное предпринимательство. Можно сколько угодно рассуждать о недостойном образе жизни рантье (такие рассуждения были весьма распространены в XIX – начале XX века), но никакая

⁶³ Зомбарт В. Буржуа. Еврей и хозяйственная жизнь / В. Зомбарт. – М.: Айрис Пресс, 2004. – С. 148.

сила не заставит владельца капитала заниматься тем, что менее выгодно и более хлопотно.

К середине XVIII века нидерландские инвесторы обладали значительными свободными капиталами, полученными от международной торговли. Эти капиталы вкладывались в иностранные государственные облигации, преимущественно французские. Однако после политической дестабилизации во Франции вся эта система нарушилась, и голландские капиталы стали искать себе новые пути для выгодного инвестирования. А так как финансовому капитализму свойственна повышенная мобильность капиталов, то голландские капиталы начали перетекать туда, где их выгоднее было инвестировать – в Англию, в которой в середине XVIII века началась промышленная революция и быстрый экономический рост. Это и стало основной экономической причиной упадка Амстердама.

Впрочем, амстердамские банкиры не унывали – как когда-то итальянцы с испанским золотом перебрались в Амстердам, ускорив своим золотым дождём его расцвет, так и голландские банкиры с немалыми капиталами переместились в Лондон. Начиналась новая эпоха британского доминирования – эпоха *Pax Britannica* («Британского мира»).

Глава 2

Франция. Триумф государства

Триумф государства

Франция всегда была основанием Европы. Хотя генератором инноваций она не являлась, воспринимала их легко, и знаменитые французские ярмарки с XII века были в центре всеобщего внимания. На них быстро приживались новые методы финансовых операций, в том числе вексельных. Первые французские акционерные общества (уже упоминавшиеся мукомольные товарищества) появились рано – примерно в то же время, что и в Италии.

Однако, когда начинаешь погружаться в финансовую историю Франции, не покидает впечатление, что вся она проходила под знаком чего-то совершенно иного, чем в Нидерландах или Англии. Это чрезмерная роль государства в экономике (чем Франция во все века напоминала и Германию, и Россию), когда политическая воля короля ставилась выше экономической целесообразности. На фоне такого триумфа государства естественным его продолжением стал расцвет слоя чиновников со столь характерной для него неприязнью к инновациям.

Сама идея свободы торговли постоянно наталкивалась на препятствия, связанные со стремлением власти жёстко регламентировать и торговлю, и экономику в целом. Для этого нередко экономические обстоятельства, которые не хотелось (или не было возможности) признавать, подменялись политическими или какими угодно другими соображениями. Характерным примером была история, когда ещё в 1565 г. Парижский парламент заявлял, что дороговизна хлеба объясняется не плохим урожаем, а злым умыслом спекулянтов.

Видимо, корень отличий был в протестантской этике, породившей в Нидерландах и Англии дух капитализма, дух свободного предпринимательства. Не то чтобы во Франции этого духа совсем не было, но во французской экономике всё было несколько по-другому. Наиболее предприимчивые люди нередко подвергались гонениям и эмигрировали в соседние Нидерланды (так было с гугенотами), и для прогрессивно мыслящих французских интеллектуалов Англия была примером прогресса, толерантности и экономических инноваций.

Действительно, Франция времён Людовика XIV во многом сильно отличалась от Англии. Экстравагантная роскошь жизни королевского двора в Версале с его непомерными (даже по сравнению с другими монархами Европы) затратами контрастировала с упадком в текстильной промышленности и низкой эффективностью сельского хозяйства. Неготовность французских королей к созданию банковской системы, к модернизации сбора налогов и поощрению инвестиций почти на два столетия парализовали экономический рост государства. В результате этого своих собственных финансовых инноваций страна, в общем-то, так и не создала. В середине XVIII века в Париже (городе с населением около 1 млн человек) при всём его богатстве было значительно меньше акционерных компаний, купцов и банкиров, чем в Лондоне. Обширное экономическое пространство Франции долго не было объединённым вокруг общего центра – Париж и Лион боролись друг с другом за роль лидера в руководстве экономикой.

В то время основным источником финансовых ресурсов во Франции был сбор налогов, что породило специфическую откупную систему, в которой финансисты обычно покупали права на сбор налогов. Ещё одним важным источником поступления финансов в казну была продажа патентов на занятие государственных и военных должностей. По сути, «откупщики налогов», как и лица, приобретавшие патенты на должности, вкладывали свои деньги в сохранение существующего государственного порядка, поэтому и роль государства в финансовой системе Франции всегда оставалась повышенной.

Если в Англии промышленное развитие страны чаще всего было связано с инициативой предпринимателей, то во Франции оно требовало государственного финансирования, которое часто не предоставлялось, что тормозило общий экономический рост. Особенностью государственных финансов, как и всей финансовой системы страны во время «старого режима» до Великой французской революции было абсолютное доминирование королевской власти в принятии финансовых решений и, соответственно, предельная централизация. Несмотря на то, что эта система была нарушена во время революции (одной из целей которой были преобразования в сфере финансов), общая тенденция централизации во Франции сохранялась и в дальнейшем.

Государственный строй Франции, в особенности во времена Людовика XIV (1638–1715), можно назвать «абсо-

лютизмом, охваченным хаосом». Кольбер, главный советник короля, хотя и не был явным противником предпринимательства, являлся убеждённым сторонником государственного вмешательства в экономику, считая, что экономическое развитие зависит от правительственных циркуляров. Несмотря на это, именно во времена Кольбера возникло известное понятие *laissez-faire* (точнее, *laissez-faire, laissez passer* – «пусть люди делают свои дела, и пусть эти дела идут своим ходом») – принцип невмешательства государства в экономику. Такими словами ответил один из предпринимателей (по одной версии – крупный купец Франсуа Лежандр, по другим – интендант торговли Венсан Гурнэ либо маркиз д'Аржансон), когда на собрании промышленников королевский советник спросил их, чем он может помочь развитию предпринимательства.

В XVI–XVIII вв. Франция была страной частых дефолтов по внешнему долгу⁶⁴. Во время каждого из них король обычно казнил нескольких крупных внутренних кредиторов с целью «реструктуризации долга» (которую народ называл «кровопусканием»), а Тьерри, министр финансов Франции (1768–1784) по этому поводу заявлял, что правительства должны хотя бы раз в столетие объявлять дефолт для «восстановления равновесия»⁶⁵.

Во время войн за испанское наследство (1701–1714) военные расходы настолько возросли, что Франция оказалась на грани очередного банкротства. Государственный долг вырос со 170 млн ливров в 1648 г. до 413 млн в 1707 г. и 600 млн после смерти Людовика XIV в 1715 г.⁶⁶ В 1774 г., когда престол занял новый король Людовик XVI, назначивший министром финансов А. Тюрго, дефицит бюджета Франции достигал 48,5 млн ливров. Среди расходов заметное место занимала уплата процентов по государственному долгу – 23,9 млн ливров.

Предшественники Тюрго, одного из основоположников экономического либерализма, в значительной мере подорвали доверие к Франции как к надёжному должнику. Тюрго удалось восстановить это доверие – голландские банкиры

⁶⁴ В 1558, 1624, 1648, 1661, 1701, 1715, 1770, 1788 гг.

⁶⁵ Рейнхарт К. М. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2010. – С. 109.

⁶⁶ Лахман Р. Капиталисты поневоле. Конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего нового времени / Р. Лахман. – М.: Территория будущего, 2010. – С. 254.

предложили ему заём в 60 млн ливров под 4%, который планировалось использовать для покрытия дефицита бюджета.

У Тюрго были обширные планы по реформированию французской экономической и финансовой систем, частью которых было учреждение 24 марта 1776 г. первого акционерного банка (в форме партнёрства с ограниченной ответственностью) *Caisse d'Escompte* («Учётная касса»), обладавшего правом выпуска банкнот. Однако вскоре Тюрго оказался в опале, и 12 мая 1776 года он был отстранён от должности по личному приказу короля. Банк *Caisse d'Escompte* также существовал недолго и обанкротился после того, как в 1790 году правительство признало ассигнации официальным законным платёжным средством, что привело к их быстрой девальвации.

В XVII–XVIII вв. во Франции военные расходы достигали 80% от всего объёма государственного бюджета – в частности, ежегодные расходы на содержание флота выросли с 20 млн фунтов в 1700 г. до 200 млн в 1782 году⁶⁷. Повышенное значение военных расходов было характерным в то время для всех государств, но во Франции и в Англии решали эту проблему по-разному. Соответственно, отличались и пути эволюции финансовых рынков в этих странах. Во Франции они определялись тенденцией усиления налогового бремени и ужесточения государственного регулирования – король оставался верховным регулятором всех финансовых операций. В Англии после «финансовой революции» 1688 г. пошли по пути либерализации финансовых операций, развития рыночных отношений и рынка ценных бумаг. Во Франции в XVII веке реформы в финансовой сфере мало напоминали английскую «финансовую революцию» 1688 г.⁶⁸ Поэтому историю развития финансовой системы во Франции можно образно назвать триумфом государства, а в Англии – триумфом гражданского общества.

⁶⁷ Spiesser P. *Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses* / P. Spiesser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 257.

⁶⁸ Первые промышленные предприятия во Франции (горные и металлургические заводы) в XVI–XVII вв. принадлежали только представителям аристократии. Так было и в Англии (например, основанное в 1690 году общество цинковых и медных рудников *The Mine Adventures* и др.), и в Германии, и в Австрии. Но во Франции была особенно распространена практика получения представителями родовой аристократии прав на создание горнодобывающих и металлургических предприятий, что часто приводило к технологическому отставанию французских предприятий от английских. И лишь с XVIII века эти предприятия начинают постепенно переходить в собственность парижских банкиров (Массона и др.).

Появление государственных облигаций

Идея государственных и муниципальных облигационных займов, зародившаяся в итальянских городах-государствах, нашла своё продолжение не только в испанских облигациях *jugos*, выпускавшихся в значительной мере под влиянием и под руководством итальянских финансистов, но и в других странах Европы⁶⁹.

Во Франции государственные займы начали использоваться с 1522 г. при короле Франциске I (1494–1547, правил с 1515 по 1547 г.), нуждавшемся в дополнительных капиталах на военные расходы. Муниципалитет Парижа выпустил на 100 тыс. ливров вечные аннуитеты (ренты), по которым король обязался выплачивать прибыль. Ренты были обеспечены налогами, собираемыми в Париже, и первоначальная прибыль по аннуитетам достигала 8,33%. Заём получил название *l'Hotel de Ville* по названию места в Париже, где продавались аннуитеты. Ренты могли быть проданы третьим лицам, и так было положено начало облигационному рынку (а точнее – рынку процентных бумаг).

Историю этих облигаций можно разделить на три периода. В первый, с 1522 по 1546 г., они ещё не были для короля основным источником финансирования, он предпочитал более привычные методы – кредиты у международных банкиров и принудительные займы. Несмотря на это, кроме первого выпуска рент в 1522 г. было произведено ещё четыре их выпуска (в 1536, 1544, 1545 и 1546 гг.).

С 1547 по 1561 г. новый король Генрих II (1547–1559) начал гораздо больше использовать ренты как способ финансирования своих расходов. Выпуск рент стал регулярным, так же регулярно выплачивалась прибыль по ним. В третий период с 1561 по 1588 г. объёмы выпуска рент

⁶⁹ Одни из первых таких облигаций выпускались в расположенном на Рейне немецком Кёльне. Этот торговый город, один из крупнейших в Северной Европе (его население в конце XVI в. достигало 40–45 тыс. человек), был, по сути, городом-государством (хотя формально статус «вольного города» он получил только в 1475 г.). Под влиянием итальянских городов, особенно Сиены, городские займы в Кёльне начали использоваться с XIII века. Их инструментом были 5% аннуитеты. Особенно распространённой эта практика стала в XIV веке, когда при городском совете появился специальный чиновник – *rentmeister* (Stasavage D. *States of Credit. Size, power and the development of European Polities* / D. Stasavage. – Princeton: Princeton University Press, 2011. – P. 111–112).

значительно расширились, и они стали обычным средством финансирования королевских расходов⁷⁰. Однако к 1630 г. эти облигации полностью обесценились по причине чрезмерного их количества. В дальнейшем при выпуске новых рент государство всё чаще использовало для их размещения посредников – частных банкиров.

Лион и Лионская биржа

Лион как финансовый центр

В эпоху средневековых ярмарок началось возвышение Лиона, и к концу XV века этот город стал основным экономическим центром Франции, постоянно соперничая с политическим центром – Парижем. Лионские ярмарки были в значительной мере созданы итальянскими купцами, выбравшими для них место недалеко от границы с Италией. С одной стороны, это делало французский город важным звеном в экономических и финансовых связях Италии с севером Европы. С другой – создавало зависимость его успеха от итальянцев. Пока те лидировали в европейской экономике, Лион процветал. Однако после 1557 г. положение стало ухудшаться. Несколько кризисов в Италии (в 1575, 1585–1595 гг.) привели к экономическому спаду.

Затем роль основного европейского финансового центра перешла к Генуе, а Лион оказался во второстепенном положении. Свободных капиталов в этом городе хватало. Они стекались сюда со всей Франции, чтобы их владельцы могли получать процент с депозита от переводов платежей с ярмарки на ярмарку, как это было раньше, когда Лион диктовал свои условия всем остальным рынкам Европы, а его торговые связи простирались до Лондона, Лиссабона и Алжира. Но инвестировать с прежней выгодой эти свободные капиталы уже не было возможности, и город перестал быть международным рынком, ограничив своё влияние пределами Франции.

⁷⁰Schnapper B. Les rentes au XVI siecle. Histoire d'un Instrument de credit / B. Schnapper. – P.: S.E.V.P.E.N, 1956. – P. 266–267.

Лионская биржа

В Лионе вексельная биржа возникла в 1462 г., почти одновременно с биржей в Антверпене. Первоначально она была сугубо вексельной. Вексельный курс устанавливался путём опроса основных банкиров, участвовавших в биржевых собраниях, а потом официально объявлялся.

Право заниматься биржевыми операциями имели все, кроме англичан – во Франции их уже тогда считали опасными соперниками. Каждый мог стать биржевым маклером, но не имел права проводить свои собственные операции. До XVII в. количество маклеров не ограничивалось, а участники биржевых собраний не были обязаны обращаться к ним. На деле же многие пользовались услугами маклеров, так как через них легче было найти контрагентов.

Подобно тому как это было в Антверпене, на Лионской бирже с 1522 г. начались операции с облигациями французских государственных займов – рентами. Появилась система публичной подписки на облигации, а их текущие курсы официально объявлялись на бирже. Так она стала источником кредита для французских королей. Когда на бирже началась первая публичная подписка на облигации займа, она вызвала всеобщий ажиотаж. В подписке приняли участие не только состоятельные купцы, немецкие князья и турецкий паша, но и мелкие служащие, и даже малообеспеченные вдовы⁷¹.

Пока по рентам своевременно выплачивали проценты, эти бумаги имели спрос у биржевых игроков. Однако в 1557 г. прекратил платежи испанский король. Монарх Франции Генрих IV заявил, что его страна так никогда не поступит, и купцы могут не беспокоиться о вложенных ими капиталах. После таких заявлений он взял у немецких купцов новый заём – 300 тыс. крон, а через несколько месяцев отказался выплачивать проценты. После этого ренты значительно упали в цене, и активность на бирже снизилась. Неблагоприятно на деятельности биржи сказалась и эпидемия чумы, начавшаяся в Лионе с 1576 года.

⁷¹ Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ / Г. М. Колоножников. В 2 ч. Ч. 1. – М.: КНОРУС, 2004. – С. 39.

Снижение значения Лиона

Снижение значения Лиона привело к возвышению Парижа, крупнейшего и богатейшего города Франции. Лион не имел такого престижа, как Париж; не мог он сравниться и размерами со столицей. Однако и в первой половине XVII в. Лион ещё оставался значительным финансовым центром. По словам современника, путешественника из Страсбурга, побывавшего в этом городе в 1643 г., «за день в Лионе делается более дел, нежели в Париже за неделю», так как именно здесь находились оптовики. «Однако Париж ведёт большую розничную торговлю»⁷². «Париж не самый большой город королевства, – говорил англичанин Л. Робертс (L. Roberts) в своей книге *The Merchant Map of Commerce* (1639). – Тот, кто это утверждает, смешивает купцов (tradesmen) и лавочников (shopkeepers). В чём заключено превосходство Лиона, так это в его негодьях, его ярмарках, его вексельном рынке, в его многообразных промыслах»⁷³.

Лион был крупным торговым центром и в конце XVII века, хотя многие итальянцы, в особенности флорентийцы, создавшие ему славу, давно уже покинули город, так же как немцы и швейцарцы. Знаменитые Лионские ярмарки, существовавшие к тому времени более двух столетий, по первому впечатлению процветали. Они проводились четыре раза в год и на них, кроме товарных операций, были широко распространены вексельные расчёты.

Однако переводы платежей с ярмарки на ярмарку (обычная в то время практика) производились давно уже устаревшим способом с помощью записей, которые каждый из участников операции вносил в свой баланс. В отличие от Антверпена, долги и кредиты не обращались в форме векселей на предъявителя, что ограничивало круг участников таких операций. Данная практика противоречила всем тем новым методам, которые всё больше распространялись на биржах и финансовых рынках Европы, но в Лионе её с поразительным упорством сохраняли до конца существования ярмарок⁷⁴. Из города начался отток капиталов (преимущественно в Женеву), а некоторые лионские купцы скупали за

⁷² Brackenhoffer E. *Voyage en France, 1643–1644* / E. Brackenhoffer. – P.: Berger-Levrault, 1925. – P. 110–113.

⁷³ Цит. по: Бродель Ф. *Материальная цивилизация, экономика и капитализм* / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. *Время мира*. – М.: Прогресс, 1992. – С. 335.

⁷⁴ Varille M. *Les Foires de Lyon avant la Revolution* / M. Varille. – P.: Bonna-
viat, 1920. – P. 44.

наличные амстердамские векселя, выданные на Париж. Столица Франции всё больше притягивала к себе финансовые потоки.

Финансовый кризис 1709 г. и «дело Бернара»

Особенно сильно повлияли на лионский рынок «дело Бернара» и финансовый кризис 1709 г., приведший к упадку ярмарок. Кризису предшествовала начатая в 1701 г. война за испанское наследство. Правительство Людовика XIV для финансирования войны брало кредиты у частного банкира Самюэля Бернара, а тот, в свою очередь, – у женеvских банкиров. В качестве гарантии он передавал в Женеву королевские денежные билеты, выпускавшиеся с 1701 г. Они быстро обесценивались, и в качестве кредитных гарантий передавались с учётом возможных потерь.

Оплата женеvских кредитов производилась на Лионских ярмарках с помощью переводных векселей, которые Самюэль Бернар передавал своему корреспонденту Бертрану Кастану в такие сроки, чтобы тот получал их после окончания ярмарки. В этом случае платёж автоматически переносился до следующей ярмарки. Целью Бернара было как можно дольше тянуть время, пока король не вернёт долги. А Людовик XIV не спешил этого делать.

Понимая, что отсрочки платежей на ярмарках не могут длиться бесконечно, в начале 1709 г. Бернар настойчиво выдвигал проект создания государственного либо частного банка для кредитования короля. Учреждение должно было выпускать кредитные билеты, обменивавшиеся на королевские денежные билеты. Если бы проект был одобрен, возможно, игра Бернара продолжалась бы и дальше, но у него оказалось немало патриотически (или националистически) настроенных противников, недовольных тем, что учреждением банка будут заниматься не французы-католики, а какой-то Бернар, а также «прочие евреи и протестанты»⁷⁵.

Всеобщая паника началась в апреле 1709 г., когда выяснилось, что Бертран Кастан не смог оплатить на Лионской бирже вексельные долги. Самюэль Бернар чудом избежал банкротства, добившись отсрочки на три года в уплате своих личных долгов. Кризис закончился в марте 1709 г., когда из

⁷⁵ Saint-Germain J. Samuel Bernard, le banquier des rois / J. Saint-Germain. – P.: Hachette, 1960. – P. 202. – 288 p.

очередной колониальной экспедиции вернулись корабли, доставившие драгоценные металлы на 7,5 млн ливров, что существенно улучшило состояние королевских финансов⁷⁶.

Необходимо было найти виновных, и король обвинил большинство французских финансистов в злоупотреблениях, после чего их заставили платить крупные штрафы и отдать значительную часть своих капиталов в счёт погашения государственного долга. Однако шестьдесят финансистов избежали репрессий – не потому, что у них была какая-то особая поддержка в правительстве, а оттого, что они владели 85% всех налоговых откупов и были нужны монарху.

Случай этот весьма характерный для финансовой истории Франции – король приказал отнять деньги у банкиров, и тех обвинили во всех грехах, отобрав их капиталы. Желание правителя было исполнено. На деле же это решение создало ещё большие проблемы – круг возможных кредиторов короля сузился до шести десятков лиц, не собиравшихся давать новые кредиты, а доверие к главе государства как к заёмщику ещё больше снизилось. В 1715 г. Людовик XIV умер, наследник Людовик XV был ещё малолетним, и фактическая власть в стране перешла к регенту, Филиппу Орлеанскому. Неудивительно, что на фоне багажа таких финансовых проблем тот вскоре соблазнился проектом Джона Ло.

После кризиса, оказавшего особенно неблагоприятное воздействие на Лион, первенство Парижа стало очевидным. Ещё более Лион сдал свои позиции после краха Джона Ло. И хотя даже в 1781 г. этот город оставался основным торговым центром Франции⁷⁷, рост значения столицы как финансового центра уже было неостановим.

Возвышение Парижа

Ещё в последней трети XVI века флорентийцы, управлявшие до того всеми делами в Лионе, переместились в Париж, где занялись государственными финансами. Иногда это перемещение итальянских финансистов (основной среди них

⁷⁶ Levy C. Capitalistes at pouvoir au siecle des Lumieres: Les Fondateurs des Origines a 1715 / C. Levy. – P.: Mouton De Gruyter, 1969. – P. 338.

⁷⁷ Общий торговый оборот Лиона в это время составлял 211,7 млн ливров, Парижа – всего лишь 24,9 млн (Remond A. Trois bilans de l'economie francaise au temps des theories physiocraties / A. Remond // Revue d'histoire economique et sociale. – 1957. – P. 450–451).

была фирма Каппони) в столицу Франции сравнивают с тем, как Антверпен передал свое лидерство Амстердаму⁷⁸.

Дальнейшее снижение значения Лиона дало Парижу шанс получить первенство, однако тогда эта возможность не была в полной мере использована, несмотря на перемещение туда флорентийских финансистов. В конце XVI века в столице Франции ещё не существовало инфраструктуры, необходимой для крупных международных операций – не было там ни ярмарок, сравнимых с ярмарками Лиона, ни крупного вексельного рынка, ни отработанных финансовых технологий.

Однако именно в Париж стекались все королевские налоги, и здесь было сосредоточено огромное богатство. В этом было, пожалуй, единственное преимущество города. «Упустил ли Париж в этот момент – а вместе с ним и Франция – возможность какой-то новизны? Может быть. И позволительно винить в этом парижские имущие классы, слишком увлечённые должностями и землями, операциями, обогащавшими в социальном отношении, доходными в индивидуальном плане и паразитарными в экономическом. Ещё в XVIII веке Тюрго говорил, что “Париж – это прорва, где поглощаются все богатства государства... Доход от налога там в большей своей части растрачивается”»⁷⁹.

Окончательно Париж стал основным финансовым центром Франции в 1760-е годы. Он оказался тогда в привилегированном положении, находясь в центре сети финансовых связей, охватывавшей всю континентальную Западную Европу. Расширение этой сети больше не наталкивалось на всевозможные политические барьеры, и город стал финансовым перекрёстком для многих стран Европы, после чего начался приток капиталов в столицу Франции.

Возрастание притягательной силы Парижа стало ощущаться и внутри Франции, и за её пределами. Казалось бы, ничто не мешало столице с её богатством, роскошью и развлечениями стать крупным финансовым центром. Однако, по словам одного из современников, иностранцы (и прежде всего англичане с голландцами) «имеют у себя дома более живые и более истинные образ и представление о величии и благоденствии коммерции, чем мы, так как королевские дво-

⁷⁸ Spooner F. L'Economie mondiale et les frappes monetaires en France, 1493–1680 / F. Spooner. – P.: Librairie Armand Colin, 1956. – P. 279.

⁷⁹ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – С. 333.

ры этих государств, находящиеся в морских портах, могут наглядно представлять, глядя на приходящие со всех сторон корабли, гружённые всеми богатствами мира, насколько коммерция заслуживает одобрения. Если бы французской торговле так же посчастливилось, не нужно было бы никаких приманок, чтобы обратить всю Францию в негоциантов»⁸⁰. Однако Париж находился не на берегу моря, и с этим уже ничего нельзя было поделать. Даже во времена Людовика XVI, когда город стал главным рынком Франции, он не мог претендовать на то, чтобы быть основным финансовым рынком мира. Даже в пределах Франции его лидерство не было полным.

Парижская биржа уступала Амстердамской и Лондонской, но во второй половине XVIII в. Париж стал крупным центром международной торговли, связанной преимущественно с двумя десятками основных частных банков, получивших название *haute banque* – «высшего слоя», элиты частных банкиров. В то время как в Англии развивалась система провинциальных акционерных банков, во Франции акцент был сделан на частные банкирские дома (51 в 1721 г. и более 70 в 1780 г.), которые и предоставляли широкий спектр финансовых услуг⁸¹.

Основание Парижской биржи

Хотя длительное время финансовой столицей Франции был Лион, знаменитый ярмарками и биржей, в Париже кредитно-финансовые операции также издавна проводились на мосту *Pont-aux-Changes*, где среди лавочек ювелиров всегда можно было найти ростовщиков и обменщиков валюты. Когда им там стало тесно, они перебрались во Дворец правосудия, а затем на улицу *Quincampoix*, приобретшую известность во время спекулятивного скандала, связанного с именем Джона Ло. Эти первые финансисты – *courtiers* (от латинского *curre* – бегать, суетиться), предшественники биржевых маклеров, появились во Франции в начале XIV

⁸⁰ Faure L. *Banqueroute de Law 17 juillet 1720* / L. Faure. – P.: Gallimard, 1977. – P. 55.

⁸¹ Cassis Y. *Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005* / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – P. 24–25, 29–30. В начале 1780-х годов в Париже даже начали появляться отделения швейцарских банков – Перрего в 1781 г., Бидерман и Клавьер в 1782 г., Оттингер в 1785 г.

века. Первые упоминания о собраниях финансистов, которые условно можно считать предшественниками биржевых собраний, появляются с 1304 г., хотя официально биржа была открыта гораздо позже, начав работу в 1563 г. в здании судебной палаты. Королевским указом от 1 августа 1720 г. она была перенесена в здание Hotel de Soissons.

Когда во времена Джона Ло на бирже расцвела спекуляция, то времени, отведённого на совершение сделок, стало недостаточно. Биржу пытались закрыть, но это только усиливало спекуляцию. Несмотря на угрозу тюремного заключения и штрафа в 1000 экю, спекулянты собирались недалеко от биржи. Они совершали сделки до поздней ночи, несмотря ни на попытки полиции разогнать их, ни на временное закрытие биржи. 24 сентября 1724 г. королевским указом Парижская биржа была снова открыта и продолжала работу в здании Hotel de la Compagnie des Indes. 10 мая 1795 г. она была переведена в Лувр, затем ещё несколько раз меняла своё место.

По мере перенесения биржи в новые места вместе с ней перемещались и собиравшиеся в близлежащих кофейнях неофициальные маклеры. Эти собрания назывались в Париже «маленькой биржей». В первой половине XIX века местом встреч неофициальных маклеров была кофейня Тортони, затем – Оперный Пассаж (Passage de l'Opera). Изгнанные в 1849 г. полицией и оттуда, маклеры стали собираться на Итальянском бульваре (Boulevard des Italiens)⁸². На бирже официально имели право на операции только 60 маклеров (agents de change), которые, в свою очередь, пользовались услугами более 420 нанимаемых клерков. Эти правила, особенно ужесточившиеся после спекулятивных операций Джона Ло, объяснялись целью предотвратить подобные операции.

В работе биржи были установлены многочисленные ограничения, направленные на предотвращение спекулятивных сделок, и эти ограничения тормозили общее развитие рынка финансовых услуг. В конце XVIII в. операции проводились в основном с французскими государственными ценными бумагами, билетами королевской лотереи и акциями колониальных компаний (преимущественно голландских Ост-Индской и Вест-Индской). «Во всём, что касается биржи... положение Англии и Голландии исключает всякую

⁸² Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 8. – С. 126.

возможность сравнения с Францией». Биржи этих стран «открыты громадным коммерческим операциям наряду с продажей и покупкой публичных фондов. На них каждый день сходятся наиболее почтенные коммерсанты, тогда как коммерсанты и банкиры Парижа никогда не показываются на бирже», избегая «общения с авантюристами», которые стекаются на Парижскую биржу «влекомые соблазном быстрой и лёгкой прибыли». Срочные сделки в Лондоне и Амстердаме «гораздо многочисленнее, чем в Париже», и только при их помощи удаётся обеспечивать финансовыми ресурсами Европу, «не говоря о спекуляции, которая занимается государственным долгом двух стран, несравненно большим долга Франции»⁸³.

Первые компании

Предшественники акционерных компаний во Франции возникли в Провансе и Тулузском королевстве в XIII веке, имея форму коммандитных обществ. Из них наибольшую известность приобрели общества, коллективно владевшие мельницами⁸⁴.

Первой торговой колониальной компанией была *Compagnie de la Nouvelle France*, основанная в 1628 г. также в форме коммандитного общества. Ей король передал пять кораблей и полномочия заниматься колонизацией новых земель (за это компания должна было подарить правителю золотую корону). *Compagnie de la Nouvelle France* имела обширные права, выходящие за пределы только лишь торговых задач, – она могла захватывать новые земли и управлять ими, строить крепости и отливать пушки. Вначале дела шли неплохо, и *Compagnie de la Nouvelle France* стала примером для учреждения новых французских колониальных компаний.

В 1642 году для торговли с Индией была основана *Compagnie d'Orient*, в состав которой входили 24 члена (купцы и другие частные лица). В 1643 г. она получила патент (*une lettre patente*) – концессию на 10 лет, впоследствии продлённую ещё на такой же срок. На деле

⁸³ Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. – СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. – С. 86.

⁸⁴ Подробнее об этих обществах см.: Sicard G. Aux origines des sociétés anonymes: les moulins de Toulouse au Moyen Age / G. Sicard. – P.: Arman Colin, 1953.

компания занималась не столько торговлей с Индией, сколько колонизацией Мадагаскара и других близлежащих земель.

В 1664 г. была учреждена *Compagnie Royale des Indes Occidentales* (затем переименованная в *Compagnie des Indes*), получившая от короля монопольное право плавать в водах Индии, Восточного и Южного океанов в течение тридцати лет. Компании был передан остров Мадагаскар, а также все другие острова и земли, которые она сможет завоевать. Первоначальный капитал планировался в размере 15 миллионов ливров, но фактически было собрано 8 млн. Большую часть этой суммы дал король, проявлявший к деятельности компании повышенный интерес. Номинальная стоимость акции составляла 1000 ливров, и предполагалось, что курс будет расти. Предприятием руководил совет директоров, состоявший из 21 члена, а её основная контора располагалась в Индии, в городе Пондишерри.

В 1665 г. в Париже было проведено первое общее собрание акционеров, на котором председателем был король, и он лично назначил ревизоров. В дальнейшем монарх постоянно вмешивался в дела компании, издавая противоречивые указы, затруднявшие её деятельность. Неудивительно, что в результате такого повышенного королевского внимания дела *Compagnie Royale des Indes Occidentales* шли не очень хорошо, несмотря на многие привилегии и монопольные права. Вероятно, причина этого была не только в конкуренции голландцев, но и в неэффективном управлении со стороны генерального директора, голландца С. Карона (*Sieur Caron*).

В начале XVIII века дела *Compagnie Royale des Indes Occidentales*, как и у многих других колониальных компаний, пошли совсем плохо. Она исчерпала все свои средства и в 1719 году была объединена с *Compagnie d'Occident* и *Compagnie de la Chine*. Кроме того, в этом слиянии участвовала основанная в 1673 г. *Compagnie de Senegal*, вначале небольшая частная компания, преобразованная затем в командитное общество. Новое колониальное предприятие, возникшее после объединения, получило название *Compagnie des Indes* («Компания Индий»).

Были и другие колониальные компании, менее известные – *Compagnie de Guinee*, *Compagnie de Canada*, *Compagnie du Castor*, *Compagnie de Levant*, *Compagnie du Nord* и др. Все эти колониальные компании были

акционерными – сохранились упоминания об их акциях, размере акционерного капитала и т. п. Так, в уставе Compagnie d'Occident указывалась номинальная цена акций на предъявителя (au porteur) – 500 ливров, и уточнялось, что приобретение акций оплачивалось государственными билетами (billets d'etat). Акционер, имевший 50 акций, получал право голоса на общих собраниях; 100 акций – два голоса⁸⁵.

Однако вряд ли эти акции активно обращались на рынке. В Ордонансе Людовика XIV 1673 г. об акционерных обществах нет упоминания, хотя перечислены три других вида коммерческих обществ – en nom collectif (простое общество), en commandite (коммандитное общество), en participation anonyme (анонимное общество). Вероятно, последнее было ближе всего к акционерным компаниям.

Савари, автор известного трактата Le parfait negociant («Совершенный купец»), также не упоминает об акциях. В этом отношении можно было ещё раз убедиться, что Париж при всём его богатстве – это не Амстердам («Запутанная паутина» Иосифа де ла Вега была опубликована примерно в это же время, в 1688 г.), где спекуляция ценными бумагами уже привлекла всеобщее внимание.

Джон Ло и его «система»

Подъём и банкротство Джона Ло как часть международного кризиса

Наибольшую известность приобрела Compagnie des Indes («Компания Индий»), рекламировавшая освоение Луизианы, французской колонии в Северной Америке. Эта колониальная компания была связана с именем Джона Ло и грандиозным спекулятивным пузырьком, одним из крупнейших в истории. «Система» шотландца Джона Ло стала во Франции проектом, во многом схожим с британской «Компанией Южного моря», и в этом проекте трудно было провести грань между инновационными финансовыми идеями, авантюрами и аферами.

Объективные причины, приведшие к возникновению почти одновременно во Франции и Англии спекулятивных

⁸⁵ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – М.: Статут, 2000. – С. 96.

пузырей вокруг акций колониальных компаний, были связаны с назревшей необходимостью что-то делать с огромным государственным долгом (во Франции долг достигал 167% национального дохода, а курс государственных облигаций снизился до 50% номинала). Подобная проблема в 1710-е годы возникла и в Англии, и в Нидерландах.

В Нидерландах долг уже был секьюритизирован, и там лишь снизили прибыльность государственных облигаций до 2,5%, а во Франции и Англии пошли по более рискованному пути. Инструментом для секьюритизации долга были избраны акции крупнейших колониальных компаний, в которые конвертировался государственный долг, что привело к грандиозным спекулятивным пузырям и столь же грандиозным банкротствам.

В сущности, эти пузыри стали международным финансовым кризисом, начавшимся в 1719 г. во Франции и затем распространившимся в Англии, Нидерландах, Германии и Португалии. Влияние кризисной волны ощущалось даже в Дании и Швеции. Такая взаимосвязь, может быть первая в истории, легко объяснима – инвесторы (в том числе крупные – из Нидерландов) вкладывали свои капиталы и во французскую компанию Джона Ло, и в английскую «Компанию Южного моря». А если рассматривать оба финансовых пузыря с точки зрения финансовых инноваций, то последние в то время уже легко проникали через границы, тем более что французский, английский и нидерландский рынки ценных бумаг были тесно взаимосвязаны. Во Франции в основе «системы» Ло был проект создания банка, эмитирующего бумажные деньги и параллельно с этим занимающегося коммерческой деятельностью. Замысел соединить такой банк с колониальной компанией и раздуть грандиозный пузырь появился, скорее всего, позже. Идея учреждения, выпускающего бумажные деньги, в то время была сама по себе инновационной – в денежном обращении всех стран использовались монеты, и она привлекала Джона Ло давно.

Начало пути Джона Ло

Джон Ло родился в Эдинбурге в 1671 г. в семье состоятельного банкира. Отец Джона умер, когда ему было около 10 лет, и мать позаботилась, чтобы сын получил хорошее экономическое образование, теоретическое и практическое. Впрочем, в юности он больше интересовался

женщинами, чем финансами. В 20 лет, получив право распоряжаться наследством, Ло переселился в Лондон, где жил в своё удовольствие, растрчивая доставшееся состояние. Всё это длилось, пока из-за любовницы он не убил на дуэли соперника, графа Уилсона. После этого Джона арестовали и ему грозила смертная казнь. Бежав из тюрьмы, он эмигрировал в Амстердам, затем в Рим, Венецию, Флоренцию и Неаполь, где изучал банковское дело. С 1709 по 1715 г. шотландец провёл в разных городах Европы.

Свои планы реформы денежного обращения и выпуска бумажных денег Ло предлагал в Турине, Вене и Гааге, но нигде не находил понимания. Первый проект реформы денежного обращения, расхваливавший преимущества введения в обращение бумажных банкнот, он опубликовал ещё в 1705 г.⁸⁶, предложив его парламенту Шотландии, хотя и безрезультатно. Однако Дж. Ло верил, что нашёл тайну «философского камня» средневековых алхимиков и научился превращать бумагу в чистое золото – ведь когда есть доверие к бумажным деньгам (или ценным бумагам), они ничем не хуже золота, а доверие к ним, как считал Ло, можно и нужно создавать. Испытывая финансовые затруднения, Ло зарабатывал на жизнь азартными играми. Он прославился как непревзойдённый игрок, которому сопутствовала удача. По легенде, Джон предлагал сыграть с ним в свою любимую игру – его партнёр ставил одну единственную монету и три раза бросал две кости. Если три раза выпадало по две шестёрки, Ло давал ему миллион золотых. Вероятность того, чтобы трижды выпало две шестёрки была крайне мала. Ло это хорошо понимал, как и то, что сама возможность выиграть миллион, пусть маловероятная, будет кружить голову многим. По слухам, на такой игре он неплохо зарабатывал.

Ещё в то время, когда его часто видели на Амстердамской бирже, Ло правильно уловил, а может, интуитивно почувствовал те сложные связи, которые существовали между Ост-Индской компанией, Обменным банком Нидерландов и Амстердамской биржей. Амстердамские мастера «торговли ветром» (windhandel), умевшие делать деньги из воздуха, прославились уже тогда, а игра на повышение и понижение на Амстердамской бирже

⁸⁶ Law J. Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money / Law J. – N.Y.: Augustus M. Kelley, 1966. – P. 37–89.

была обычным делом. Наблюдая за ней, Джон Ло задался вопросом: зачем было искусственно ограничивать количество акций Ост-Индской компании, если конечная цель – биржевая игра с ними? Видимо, основатели компании видели свою конечную цель несколько иначе, чем Ло, и не хотели создавать полностью дугую фирму. Непонятна для него была и консервативная политика Амстердамского обменного банка в отношении банковских денег – тогда они представляли собой всего лишь записи в учётных книгах, которые трудно было использовать для спекулятивных целей. А Джон Ло был одержим идеей легко обращаемых бумажных денег, которые он хотел связать с биржевой игрой акциями.

Появление Джона Ло во Франции

Удача улыбнулась Ло во Франции, куда он попал в 1715 году. Длительная война за испанское наследство 1701–1714 годов значительно ухудшила положение французской финансовой системы, и без того истощённой чрезмерно расточительной жизнью королевского двора Людовика XIV (правил в 1643–1715 гг.). Начали задерживать выплаты жалования чиновникам, и королю пришлось брать частные кредиты у ростовщиков. После смерти Людовика XIV в сентябре 1715 г. государственный долг Франции был огромен – 3,5 млрд ливров. Страна не могла погасить его с учётом всех возможных налогов и доходов. Реструктуризация долга не решала проблем, так как, скорее всего, была бы расценена всеми как отказ казны от выполнения обязательств. Так государство оказалось на грани банкротства.

Наследнику престола Людовику XV исполнилось всего 7 лет и страной правил регент – герцог Филипп Орлеанский. Финансы были в плохом состоянии, и погашение государственного долга не представлялось возможным. Регент решил любой ценой поправить положение финансовой системы и начал с перечеканки монет – золотые и серебряные изымались из обращения, а на смену им выпускались новые, где содержание драгоценных металлов было на 20% меньше. Но это, кроме всеобщего недовольства, не дало особых результатов – более половины денег, полученных от экономии золота, так и не попало в казну, а осело в руках приближённых регента.

Ещё при Людовике XIV для покрытия непомерных расходов, возникших во время его правления, были выпущены ценные бумаги, подобные государственным облигациям. Первая разновидность долговых бумаг появилась с началом войны за испанское наследство (1701–1713) и получила название *billets de monnaie*. Первоначально эти сертификаты выпускались для владельцев некачественных монет, которые хотели отдать их на перечеканку. Но так как в условиях войны с этим начали возникать задержки, то вместо монет производились новые выпуски *billets de monnaie*, ставших выполнять функцию временных бумажных денег, реальная стоимость которых постоянно снижалась. Чтобы остановить обесценивание, королевским указом от 26 декабря 1704 г. была увеличена прибыльность *billets de monnaie* – 7,5%, что повысило их популярность. В 1708 г. общее количество этих бумаг, находившихся в обращении, достигло 800 млн ливров. Вскоре они были конвертированы в *billets d'état* (напоминавшие казначейские векселя), а прибыльность по ним снижена до 4%. Номинал и первых, и вторых ценных бумаг был слишком высоким для того, чтобы они могли служить реальным платёжным средством, и большинство населения ими не пользовалось, предпочитая обычные монеты. Несмотря на проведённую конверсию, казна была настолько истощена, что возникли затруднения даже с выплатой процентов по государственным билетам. При регентстве Филиппа Орлеанского путём дальнейших их конверсий и прочих манипуляций государственный долг был снижен до 597 млн ливров, а затем до 250 млн ливров, что было равно объёму общей эмиссии *billets d'état*. Это были существенные шаги в направлении секьюритизации долга, подобно тому, как это было сделано ранее в Нидерландах.

В такое тяжёлое время Филипп Орлеанский и соблазнился идеями Джона Ло, предложившего свой план радикально поправить положение французских финансов. Регенту нравились изобретательные и предприимчивые люди, и Ло ему приглянулся ещё раньше, когда был жив король. Вероятно, регент считал, что шотландец действительно может помочь привести в порядок финансы Франции, и в дальнейшем покровительствовал Джону, поддерживая все его проекты. Первый свой план Ло предлагал ещё при жизни Людовика XIV, но тот даже не стал его рассматривать по той простой причине, что Джон Ло – протестант, а те ничего хорошего для Франции предложить не могут.

Когда сегодня погружаешься в историю Джона Ло, невольно задаёшься вопросом – как Франция, страна весьма искушённая в финансовых вопросах, позволила себя так развести? Ответ прост – так же, как почти в то же самое время Англия, страна ещё более искушённая в финансовых делах, позволила сделать это во время пузыря «Компании Южного моря». Спекулятивный ажиотаж временами бывает настолько силён, что он кружит даже самые трезвые головы. Тем более что в финансовом таланте Джону Ло трудно было отказать.

Во Франции многие понимали, кто он такой. В 1708 г. маркиз де Торси, министр иностранных дел Людовика XIV, называл шотландца игроком (joueur), причём профессиональным, считая его английским шпионом. Но к тому моменту, когда он появился во Франции, в финансовой системе страны назрели серьёзные проблемы, которые непонятно было как решать. Хотя у Ло была сомнительная репутация карточного игрока и человека, приговорённого к смертной казни, сам он представлял себя как специалиста, долгое время изучавшего банковское и финансовое дело во многих странах Европы, что было правдой.

Идея Джона Ло была проста – он считал, что во Франции главной причиной дефицита бюджета и снижения сумм собираемых налогов была нехватка денег. Увеличение их количества в обращении даст работу большому количеству людей и оживит торговлю, так как если средств не хватает, то никакие самые лучшие законы не смогут создать рабочие места. Для решения этой проблемы шотландец предлагал выпустить в обращение бумажные деньги – банкноты особого банка, который он хотел основать.

Проект учреждения нового банка

Джон Ло предложил королевскому совету учредить государственный банк с монопольным правом выпуска бумажных денег и был готов покрыть все связанные с этим расходы – он приехал во Францию вполне состоятельным человеком, имея 1,5 млн ливров. Филиппу Орлеанскому шотландский финансист обещал, что за несколько лет избавит страну от внешнего долга, конвертируя его в акции нового банка, а те благодаря рекламе будут быстро распроданы. Идея Ло казалась спасением для государства и,

в общем, в ней не было ничего предосудительного. Однако у неё неожиданно оказалось много противников, в том числе и в лице министра финансов. Им не нравилось, что этот банк будет контролировать один человек, к тому же иностранец с сомнительной репутацией. Несмотря на поддержку Филиппа Орлеанского, 24 октября 1715 г. данный план был окончательно отвергнут.

После этого Ло пошёл по иному пути и предложил создать частный Общественный банк (*Banque Generale*), и с 1 мая 1716 г. тот начал работу, получив лицензию на 20 лет. Вначале банк имел форму коммандитного общества, а в декабре 1718 г. был преобразован в акционерное общество – Королевский банк (*Banque Royal*) с капиталом 6 млн ливров (12 тысяч акций по 500 ливров). Это был первый акционерный банк во Франции, созданный по образцу Генуэзского банка.

Банк находился в доме Ло, но этот факт не должен вводить в заблуждение – он имел право выпускать векселя на срок 20 лет с оплатой золотыми монетами, а его капитал был немалым и составлял 6 млн ливров (1200 акций по 5 тыс. ливров). Он был собран за счёт выпуска акций, оплаченных преимущественно государственными долговыми обязательствами. Поэтому реальный капитал банка на момент открытия оказался не таким большим. Деньгами поступило только 25% (1,5 млн ливров), а 75% с оплатой *billets d'etat*, вскоре значительно упавшими в цене (до 1,8 млн ливров). Таким образом Общественный банк располагал в начале своей деятельности суммой не более 3,3 млн ливров⁸⁷.

Банк выпускал не обеспеченные драгоценными металлами бумажные деньги (банковские билеты, называвшиеся «эю де банк» номиналами 10, 40, 100, 400 и 1000 эю), причём выпускал в неограниченном количестве, так как Джон Ло считал, что таким образом способствует деловой активности. Это были первые бумажные деньги в истории Франции (в то время банкноты использовались только в Англии, Голландии, Венеции, Генуе и в Швеции).

Выпущенные банкноты были объявлены законными деньгами, принимавшимися при уплате налогов. Гарантировался немедленный обмен банкнот на металлические деньги по первому же требованию их

⁸⁷ Murphy A. Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1986. – P. 70–71.

владельца в любой части Франции. Вначале многие не доверяли идее Ло, а французские газеты называли его мошенником. Однако вскоре отношение стало меняться – сказались поддержка регента Филиппа Орлеанского, вложившего в банк 1 млн ливров своих сбережений и распорядившегося собирать налоги в банкнотах. Общественный банк начал выдавать первые кредиты, и вскоре на банкноты появился спрос, а доверие к нему стало расти⁸⁸. Джон Ло имел обширные планы в отношении своего банка и хотел сделать его подобным Банку Англии.

В конце 1718 г. банк был формально выкуплен регентом (фактически же руководить им продолжал Ло), получив новое название Banque Royal (Королевский банк) и претендуя на роль первого центрального банка Франции. Это значительно повысило доверие к нему (ведь владельцем стал сам Филипп Орлеанский), и после этого векселя банка могли обмениваться на банковские экю (escus de banques) – условную денежную единицу, имевшую неизменную стоимость в драгоценных металлах. Джон Ло в это время вёл дела весьма осторожно – количество выпущенных банкнот не превышало количества золота, которым владел банк.

Затем Ло перешёл к следующей стадии своего проекта, начав увеличивать эмиссию банкнот и рассудив, что если банку доверяют, никто не станет задумываться о том, соответствует ли эмиссия реальному золотому запасу банка. Весной 1719 г. было выпущено банкнот на 5 млн ливров, в июне-июле – уже на 15 млн, во второй половине года – на 40 млн ливров.

Основание Западной компании

Банк был лишь частью грандиозного плана Джона Ло. Его впечатляли успехи голландской колониальной Ост-Индской компании, и он хотел бы повторить нечто подобное, учредив для этого свою колониальную компанию

⁸⁸ По замыслу Ло было объявлено, что банкноты свободно обмениваются на золотые монеты по соотношению, зависящему от даты выпуска монет. Если после перечеканки монет содержание золота в них было искусственно снижено, то владелец банкнот получил бы большую сумму. И действительно, в какой-то момент банкноты ценились выше, чем золотые монеты, став более твёрдыми деньгами. Торговля в стране оживилась, и налоги начали поступать в казну более регулярно. Репутация банка была высокой, как и самого Джона Ло, и регент ни в чём не отказывал ему, считая спасителем Франции.

по примеру английской «Компании Южного моря». Вероятно, на этом этапе Ло заимствовал свои идеи в Англии. Позже, когда во Франции начался массовый бум, в игре на повышение и при продаже акций в кредит шотландец скорее всего действовал вполне самостоятельно – ведь в таланте финансиста ему не откажешь, – и тогда уже «Компания Южного моря» начала перенимать его опыт.

Продолжая идеи своего первого варианта «системы», который Джон Ло предложил ещё в 1705 г. шотландскому парламенту (в том нереализованном проекте планировался выпуск бумажных денег, обеспеченных залогом земли), Ло хотел, чтобы обеспечением бумажных денег стали акции колониальной компании, которую предстояло учредить. В этом было основное слабое звено. В отличие от земельной недвижимости, стоимость акций непостоянна и может быть подвержена колебаниям, ставящим под угрозу стабильность всей системы.

Франция имела колонию в Северной Америке – Луизиану, расположенную вдоль течения реки Миссисипи и занимавшую почти четверть территории современных США (в дальнейшем французская колония была продана Соединённым Штатам). Земли здесь были мало освоенными, о них почти ничего не было известно, и простор для вымыслов и спекулятивных мифов был обширный. Многие верили в то, что Луизиана сказочно богата золотом. Ло, ободрённый успехом в создании банка, предложил проект по созданию акционерной компании, имевшей монополию на продажу земель в Луизиане.

Так в 1717 г. по инициативе Джона Ло была учреждена Западная компания (Compagnie d'Occident), получившая на 25 лет монопольное право торговать с Луизианой и разрешение выпустить 200 тыс. акций по 500 ливров. Сумма капитала компании – 100 млн ливров – была по тем временам совершенно неслыханная. Акции стоимостью 500 ливров предлагались для приобретения всем желающим вне зависимости от социального положения.

Подобно акциям голландской Ост-Индской компании, акции Западной компании были выпущены в форме документа об их приобретении, выдававшегося на руки владельцу. Благодаря этому они легко обращались на рынке. Как и при учреждении банка, Ло распорядился, что инвесторы должны были приобретать акции Западной компании, уплачивая 25% деньгами (остальную часть суммы – государственными облигациями). Так он получил в

своё распоряжение 25 млн ливров, что было вполне достаточно для начала работы компании, и 75 млн – в государственных облигациях. По ним выплачивалось 4% годовых, и за счёт этого предприятие Ло имело дополнительный доход по облигациям 3 млн ливров в год⁸⁹.

Акции давали право на приобретение по выгодной цене земельных участков в Луизиане⁹⁰ – французской колонии в Северной Америке. Однако цена акций Западной компании за полтора года её существования не только не выросла, но и продолжала снижаться – при номинале 500 ливров в мае 1717 г. она опустилась до 300 и даже 250 ливров. Чтобы запустить механизм спекуляции акциями, Джон Ло объявил, что через шесть месяцев он гарантирует выкуп 200 акций по номиналу независимо от того, сколько к тому времени акции будут стоить на рынке.

Многим эта сделка на срок показалась тогда странной и бессмысленной, но расчёт Ло был верным – акционеры включились в игру, подобную лотерее. К моменту оплаты ценных бумаг их рыночная цена выросла в 20 раз и достигла 5000 ливров; продавцы акций теряли на них по 4500 ливров в пользу Джона Ло. Хотя на этой срочной сделке тот заметно обогатился, вовсе не это было его целью, а подогревание ажиотажного спроса на акции и рост их курса. Такой приём помог, интерес к акциям компании начал оживать, тем более что среди инвесторов распространились слухи (запущенные, вероятно, не без участия самого Ло), что регент собирается предоставить ему новую важную концессию. С тех пор начался период быстрого роста Западной компании.

Вскоре, в том же 1717 г., Западная компания поглотила созданную ещё в 1684 г. Миссисипскую компанию. Первоначально это была полноценная колониальная

⁸⁹ Thiers A. The Mississippi Bubble. A Memoir of John Law / A. Thiers. – N.Y.: Newton Page, 2011. – P. 37.

⁹⁰ Французы появились в Луизиане в 1682 г., первое поселение было основано в 1702 г. Обширные территории колонии были не исследованы и заболочены, но воображение немногочисленных путешественников порождало фантастические слухи о богатствах этого края, о запасах золота, драгоценных камней и жемчуга в прибрежных водах – хотя на деле никто этих сокровищ никогда не видел. Возможно, Джон Ло сам верил в эти легенды, во всяком случае на первых этапах своего проекта (хотя в сущности это не имеет значения). Он развернул масштабную рекламную кампанию, издавал брошюры, расхваливающие богатства колонии, планируя отправить туда 6 тысяч поселенцев и 3 тысячи рабов. На деле желающих ехать в Луизиану было мало.

компания, ей принадлежали корабли и она имела реальные доходы от торговли табаком. Потом начались трудности и к моменту поглощения компания была на грани банкротства. Смысл поглощения был в том, что Ло получал монопольное право на торговлю с Луизианой и на импорт бобровых шкур из Канады⁹¹. Кроме того, он теперь мог использовать по своему усмотрению название компании – «Миссисипская».

Когда были распушены слухи, что на землях Луизианы найдено золото, Джон Ло рассчитывал, что спрос на акции станет расти. Чтобы обеспечить обращение бумажных денег, было поставлено условие, что приобрести акции можно было только на банковские билеты Королевского банка. Поскольку деньги печатались без ограничения, это давало возможность выпустить в будущем огромное количество акций.

Конвертация государственного долга

На волне быстрого роста курса акций Джон Ло предложил выкупить весь государственный долг, составляющий 1,5–1,6 млрд ливров. Часть этой суммы была в пожизненных аннуитетах, а большая часть – в облигациях. Стоимость всех облигаций по номиналу достигала 2 млрд ливров, а рыночная была заметно ниже, около 1,3 млрд ливров (курсовая стоимость *billets d'etat* в то время колебалась в диапазоне 68–72%). Инвесторы хотели избавиться от падающих в цене облигаций, а Ло рассчитывал на то, что после того как он выкупит эти бумаги, инвесторы вложат появившиеся у них свободные деньги в его акции, привлекавшие тогда всеобщее внимание. Кроме того, финансист получал от государства проценты по облигациям.

Приобретение акций компании Ло разрешалось, как и ранее, с оплатой 75% стоимости государственными облигациями – «рентами» разных выпусков. Однако на практике оплата производилась почти полностью государственными долговыми бумагами – на этом настоял регент Филипп Орлеанский. Для самого Джона Ло такое решение было не самым лучшим – оно ограничивало его

⁹¹ Frehen R. Finance in The Great Mirror of Folly / R. Frehen, W. Goetzmann, K. Rouwenhorst // The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720 / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 65.

дальнейшие планы, так как он почти не получал реальных денег и мог располагать только процентами по долговым бумагам.

Оплата могла быть разделена на несколько этапов, и так как к ней принимались упавшие в цене *billets d'état*, предполагалось таким образом изъять их из обращения, в дальнейшем используя облигации нового типа – 4% бессрочные ренты (*rentes*). Так компания Джона Ло становилась главным кредитором государства.

Чтобы финансировать этот проект, были выпущены 300 тыс. дополнительных акций по 500 ливров тремя эмиссиями. По акциям обещали дивиденды не менее 4%, а цена их размещения в 10 раз превосходила номинал и составляла 5000 ливров (в предыдущих выпусках она была 500, 550 и 1000 ливров). На практике для приобретения акции достаточно было уплатить 500 ливров, остальная часть суммы в таком случае выплачивалась ежемесячно равными платежами по 500 ливров. С июня 1717 по декабрь 1718 г. весь государственный долг Франции был конвертирован в акции компании Дж. Ло. Известия о такой массовой конверсии государственного долга в ценные бумаги подтолкнуло британские власти принять решение конвертировать свой государственный долг в акции «Компании Южного моря».

Хотя у Джона Ло было во Франции немало противников, но поддержка всемогущего Филиппа Орлеанского всякий раз помогала ему не только обойти препятствия, но и остаться в выигрыше. Он хорошо понимал, что поддержка такого правителя, как регент, была жизненно важна для его предприятия, уже с самого начала не раз становившегося мишенью для критики и ненависти.

«Компания Индий» (Compagnie des Indes)

В мае 1719 г. Западная компания поглотила французские Ост-Индскую (*Compagnie des Indes Orientales*), Китайскую (*Compagnie de Chine*) и Африканскую (*Compagnie de l'Afrique*) колониальные компании, получив монопольные права на торговлю с этими странами. Компания Ло теперь контролировала всю колониальную торговлю и стала называться «Компания Индий»

(Compagnie des Indes)⁹². Она получила право выпустить 50 тыс. акций номиналом 500 ливров на общую сумму 25 млн ливров. Акции можно было приобретать в кредит по цене 550 ливров при условии уплаты первоначального взноса – 75 ливров. Оставшаяся часть суммы была разделена на 20 ежемесячных платежей. Такая схема привлекла инвесторов, все ценные бумаги были быстро размещены, и Ло получил 25 млн ливров деньгами. Курс акций «Компании Индий» быстро вырос и достиг 1000 ливров. Даже те, кто заплатил только первоначальный взнос 75 ливров и продал ценные бумаги, получали прибыль 425 ливров. Всё это ещё больше подогревало интерес к акциям компании Джона Ло⁹³.

Благодаря поддержке в правительственных кругах, Джон Ло получил для «Компании Индий» несколько важных концессий, в том числе и такую прибыльную, как добыча соли в Эльзасе. В июле 1719 г. он выкупил права на получение прибыли Королевского монетного двора за девять лет вперед. Чтобы собрать необходимые для этого 50 млн ливров, предприятие выпустило очередные 50 тыс. акций номиналом 1000 ливров. 17 июня 1719 г. «Компания Индий» произвела вторую дополнительную эмиссию 50 тысяч акций, продававшихся по 550 ливров (при номинале 500). Акционеры имели приоритетное право приобретения ценных бумаг. А в июле этого же года была произведена третья эмиссия 50 тыс. дополнительных акций, продававшихся уже по цене 1000 ливров⁹⁴. Общий ажиотаж, искусственно созданный Джоном Ло вокруг своей компании, повышал курс ценных бумаг. А это, в свою очередь, ещё более усиливало спекулятивный ажиотаж вокруг них.

К тому времени Джон Ло был популярен, как и все его проекты, и курс акций быстро вырос до 2 тысяч ливров. А в августе того же года шотландец выкупил эксклюзивное право собирать все налоги (за это право он должен был платить по 52 млн ливров ежегодно). Финансист замыслил отменить большую их часть и заменить единым налогом, сократив при этом штат сборщиков налогов. В октябре Ло

⁹² Ост-Индией в то время называли Индию и прилегающие страны, Вест-Индией – Карибский регион.

⁹³ French D. *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money* / D. French. – Auburn (AL): Mises Institute, 2009. – P. 58.

⁹⁴ Murphy A. *John Law: Economic Theorist and Policy-Maker* / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1997. – P. 201.

дали право контролировать сбор всех налогов. Так налоговые поступления оказались в руках частной компании, пусть даже огромной. Очевидно, что данный проект Ло затеял для своего обогащения, но сама идея упрощения налогообложения многим казалась очень прогрессивной, и популярность Дж. Ло продолжала расти.

К тому же цены на продукты питания снизились, о государственном банкротстве никто уже не говорил, как и о непомерном долге. Начались крупные работы по постройке мостов и каналов. Всё больше и больше жителей Франции считали Ло спасителем нации. Если бы он на этом остановился, возможно, всё было бы иначе. Но остановиться Джон Ло уже не мог – да это и не входило в его планы.

На первом этапе деятельности компании спрос на акции подогревался слухами о якобы сказочных богатствах Луизианы и о перспективах развития Нового Орлеана, недавно основанного портового города, названного так в честь регента Филиппа Орлеанского. Но вскоре стало ясно, что слухи эти сильно преувеличены – поселенцы в Луизиане увидели болота и тяжёлый для жизни жаркий климат. Необходима была новая фишка, стимулировавшая игру на повышение. В середине 1719 г. покупатели дополнительных эмиссий акций получили право брать кредиты в Королевском банке под залог ценных бумаг, и на полученные деньги они покупали новые и новые акции. Возможность приобретать их в кредит быстро дала результат, и 1 августа 1719 г. цена акций первого выпуска с номиналом 500 ливров выросла до 2750 ливров, 30 августа – до 4100 ливров, 4 сентября – до 5000 ливров⁹⁵.

К концу 1719 г. «Компанией Индий» было выпущено в общей сложности 600 тыс. акций номиналом 500 ливров на общую сумму 300 млн ливров. Выпуски были связаны с получением Королевским банком очередных разрешений на эмиссию банкнот. Те же создавали переизбыток свободного капитала, подталкивавший инвесторов к решению

⁹⁵ Воспользовавшись благоприятным моментом, Ло предпринял новые эмиссии – 100 тыс. акций 4 сентября, ещё по столько же – 28 сентября и 2 октября, 24 тыс. акций – 4 октября. Цена акций в начале октября достигла 9000 ливров, 2 декабря – 10 025 ливров. А при поставке на срок в марте 1720 г. цена достигала 12 500 ливров (Neal L. The rise of financial capitalism. International capital markets in the Age of Reason / L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 1990. – P. 74).

приобрести акции компаний⁹⁶.

Так как банк стал по сути финансировать казну, это потребовало новых выпусков банкнот, уже не обеспеченных запасами золота. Вероятно, именно с этого момента стабильность банка была поставлена под угрозу. Но Ло, увлечённый своими успехами, либо не осознавал этого, либо не хотел задумываться о необеспеченности банкнот, вероятно, рассчитывая на то, что он успеет своевременно выйти из игры.

Джон Ло в зените славы

В декабре 1719 г. Джон Ло стал министром финансов. Он был знаменит, ему все доверяли, на акции был ажиотажный спрос (в конце 1719 г. их цена достигла 10 000 ливров и было объявлено, что в следующем 1720 г. дивиденды будут составлять 40%). Шотландский финансист управлял сбором всех налогов, государственным долгом, 26 монетными дворами, чеканившими золотые и серебряные монеты; всей французской торговлей с Африкой, Азией и Ост-Индией; торговлей мехом с Канадой, а также Миссисипской компанией.

Как частному лицу Джону Ло принадлежала дорогая недвижимость в Париже: «Отель де Невер» на улице Ришелье, дворец кардинала Мазарини, более трети зданий на Вандомской площади и 12 крупных поместий за пределами города. Кроме того, он лично владел акциями своей компании на 100 млн ливров. Находясь в зените богатства и славы, финансист заявлял, что намерен дать Франции такое финансовое могущество, что она будет повелевать всей Европой, а Голландия и Англия останутся без денег⁹⁷.

⁹⁶ Так, до середины 1719 г. банк Ло имел право выпустить банкнот на 159 млн ливров, 25 июля 1719 г. он получил разрешение на выпуск банкнот на 240 млн ливров, в сентябре и октябре было ещё два выпуска по 240 млн, 29 декабря 1729 г. – на 360 млн, 6 февраля 1720 г. – на 200 млн ливров. Акции Ло стали настолько популярными, что в Париж съезжались инвесторы из других стран, чтобы приобрести их. Осенью 1719 г. в городе было около 30 тыс. иностранных инвесторов, покупавших эти акции (Carswell J. The South Sea Bubble / J. Carswell. – London: Cresset Press, 1960. – P. 101).

⁹⁷ Ло даже заключил пари с Томасом Питтом, лордом Лондондерри, что к 25 августа снизит курс акций британской Ост-Индской компании со 194 фунтов до 180 и продаст 1000 акций по сниженной цене (номинал акций был 100 фунтов) (Hamilton E. John Law of Lauriston: Banker, Gamester,

Возле дома Ло на узкой парижской улице Кенкампуа образовалась стихийная биржа, всегда заполненная толпой покупавших и продававших акции. Спрос на любое жильё на этой улице повысился в несколько раз, и многие владельцы скромнейшей недвижимости совершенно неожиданно для себя обогатились, сдавая комнаты биржевым дельцам.

Вскоре Джон Ло купил себе особняк, а прилегавшую к нему землю отдал торговцам акциями. Покупать и продавать их в другом месте было запрещено, и так возникло нечто подобное первой во Франции фондовой бирже со своей организацией и обычаями. В центре этой биржи находилось около 500 киосков для профессиональных торговцев акциями. Киоски были украшены яркими надписями и флагами, повсюду играла музыка. В толпе участников биржи, занимавшихся операциями с ценными бумагами, сновало множество продавцов различных товаров, и всё это напоминало шумную средневековую французскую ярмарку, привлекавшую своей зрелищностью толпы любопытных парижан и приезжих.

В Париже началось всеобщее экономическое оживление, и в этот город устремилась масса состоятельных людей со всех концов Европы. Цены выросли на всё в несколько раз, но и заработки наёмных работников также увеличились – сказывалось изобилие денег. Особенный спрос был в Париже на предметы роскоши и произведения искусства – картины, статуи, ювелирные изделия покупались как никогда. Всеми овладела иллюзия процветания и никто не задумывался о том, что всё это скоро может закончиться. По словам Пушкина, когда «явился Law», «алчность к деньгам соединялась с жаждой наслаждения и рассеянности; имения исчезали; нравственность гибла; французы смеялись и рассчитывали, и государство распадалось под игривые припевы сатирических водевилей»⁹⁸.

Merchant, Chief / E. Hamilton // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57. – № 2. – P. 273–276).

⁹⁸ Пушкин А. С. Арап Петра Великого // Пушкин А. С. Стихотворения / А. С. Пушкин. – М.: Олма-Пресс, 2002. – С. 495.

Колебания курса акций

В декабре 1719 г. курс акций компании стал неустойчивым – хотя он повысился с 10 до 15, а иногда и 20 тысяч, однако даже в течение одного дня происходили значительные колебания курса, что создавало редкую возможность быстро разбогатеть – для этого необходимо было иметь либо особое чутье, либо везение, – или же полностью потерять всё. Те, кто в подходящий момент продавал ценные бумаги, сильно обогатились. Цена их размещения в 10 раз превосходила номинал и составляла 5000 ливров (в предыдущих выпусках она была 500, 550 и 1000 ливров). Однако на практике для приобретения акции достаточно было уплатить первый взнос 500 ливров, остальная часть суммы в таком случае должна была выплачиваться ежемесячно равными платежами по 500 ливров.

Наступала та неизбежная стадия развития спекулятивного пузыря, когда тревожные настроения инвесторов начинали брать верх над желанием обогатиться. Чтобы остановить колебания курса и предотвратить его снижение, Ло объявил, что скупает у всех желающих акции по 9000 ливров, после чего рынок на время успокоился⁹⁹.

В январе 1720 г. Дж. Ло стал главным контролёром финансов – это был высший административный пост во Франции того времени. Он контролировал все государственные расходы и доходы, а также эмиссию банкнот. Казалось, ничто теперь не мешает осуществлению самых смелых замыслов знаменитого финансиста. И действительно, вскоре после назначения на этот пост курс акций *Compagnie des Indes* на время стабилизировался и достиг 10 тыс. ливров – это был наивысший их устойчивый курс. Банкноты Королевского банка в это время также имели наивысший курс – они стоили на 10% больше, чем золотые монеты того же номинала. Доверие к банкнотам было максимальным и на них можно было купить всё, включая недвижимость.

Джон Ло любил слово «система» – система обогащения его самого и других, система делания денег «из воздуха». В

⁹⁹ В течение января 1720 г. курс акций не опускался ниже 9000, хотя так и не достиг 10 000. Те, у кого было право выкупа акций по 10 000 ливров, остались в проигрыше. Впрочем, Ло проявил щедрость и предложил им выкупить акции по 10 000.

тот момент «система» Джона Ло была удобна и выгодна всем, и мало кто понимал её слабые места. И ещё меньше было тех, кто задавался вопросом, на что именно расходуются огромные средства, получаемые «Компанией Индии» от продажи акций. А расходовались они отнюдь не на приобретение колониальных товаров и кораблей для торговли с дальними странами, как планировалось первоначально. В основном эти деньги вкладывались в облигации государственного займа, за что правительство предоставляло компании новые и новые льготы.

К моменту наивысшего взлёта Джона Ло и его «системы» капитализация компании составляла 5,4 млрд ливров, что почти в четыре раза превышало стоимость всех государственных облигаций, внесённых в оплату за акции. Кроме того, капитализация в четыре раза превышала размер золотого запаса страны (1,2–1,3 млрд ливров). Однако этот тревожный сигнал непомерного раздувания спекулятивного пузыря самого Ло не волновал. Возможно, он искренне верил своим собственным словам о том, что основная ценность в стране – земельная недвижимость, а её стоимость была намного большей, чем золотой запас.

Кроме того, быстрое и успешное размещение большого количества акций (несмотря на стремительный рост их курса) было возможным только благодаря тому, что банк выпускал всё больше и больше банкнот, иначе говоря – за счёт работы печатного станка. К чему ведёт такая практика говорить нет необходимости – это общеизвестно. Регент, вероятно не понимавший всего этого, рассуждал просто – если выпуск банкнот на 500 миллионов ливров дал хороший результат (независимо от того, насколько банкноты обеспечивались золотом), почему бы не выпустить ещё столько же?

Доверие к бумажным деньгам было в основе всей «системы» Джона Ло, а с этим вскоре возникли проблемы. Массовая эмиссия банкнот (в обращении находилось около 3 млрд ливров) привела к неизбежному снижению их покупательной способности. Начался рост инфляции (с 4% в сентябре 1719 г. до 23% в январе 1720 г.), сопровождавшийся повышением цен, в том числе на продукты питания. В 1720 г. жизнь в Париже была в два раза дороже, чем в 1718 г. Хотя увеличилась оплата труда, но это приводило к ещё большей инфляции. Так как золотыми монетами обеспечивалось не более 25% всей денежной массы, реакция была предсказуемая – стала

распространяться оплата золотом и серебром, а банкноты всё чаще отказывались принимать. Инвесторы задумались о возможных последствиях.

Первым забеспокоился принц Конти, не скрывавший того, что он противник «системы» Джона Ло. Конти отправил в Королевский банк большую сумму денег в банкнотах с требованием обменять их на золото. Ло заволновался и убедил регента повлиять на принца, чтобы тот отказался от этой затеи, хотя его желание было совершенно законным. Конти был известен в Париже своей мелочностью и скупостью, но объяснить только лишь этим его желание не удалось. Случай получил огласку, и вскоре другие представители аристократии начали обменивать банкноты на золото. Финансист уже не мог этому противодействовать, хотя понимал, что запас золота в банке ограничен. Вся «система» Ло оказалась под угрозой.

Начало краха

Указ, объявлявший банкноты единственным законным средством платежа, был издан 27 декабря 1719 г. Запрещался экспорт драгоценных металлов, покупка драгоценных камней и ювелирных изделий. Хранение сбережений в монетах на сумму свыше 500 ливров стало противозаконным. Суммы обмена банкнот на золото были ограничены (не более 100 ливров в одни руки) и серебро (10 ливров). После всех этих новшеств многие стали перевозить полученное в банке золото и купленные на бумажные деньги драгоценности в Англию и Голландию. О нарушителях указа предлагалось доносить, им грозила конфискация, а доносчики получали долю от конфискованных ценностей.

Начался хаос – эпидемия доносов, волна конфискаций, арестов и всеобщей паники. Современники сравнивали всё это со временами инквизиции. Указ вызвал всеобщее недовольство. Даже те, кто ещё не начал подозревать неладное, теперь всё поняли и стали любой ценой беречь металлические деньги, пытаясь избавиться от банкнот. Любовь и доверие к Джону Ло, ещё недавно, казалось, бывшие всенародными, быстро сменились всеобщей ненавистью к нему и к регенту Филиппу Орлеанскому. Можно только удивляться, как не начались массовые беспорядки или даже революция.

В марте 1720 г. Ло, пытаясь удержать курс акций от снижения¹⁰⁰, объявил, что «Компания Индий» будет выкупать свои акции по 9000 ливров (рыночная цена к тому времени опустилась до 8000 ливров). Для инвесторов это была позитивная новость – они приобретали ценные бумаги в разное время по цене от 500 до 5000 ливров и в любом случае оставались в выигрыше. Для того чтобы выкупать акции, необходимы были новые эмиссии банкнот – иного источника денег не было. До конца апреля количество банкнот в обращении выросло в два раза, до 6 млрд ливров. После этого «система» Ло была обречена и крах стал неизбежен, вопрос был только во времени.

Гарантированный выкуп акций вскоре был отменён. После этого началось снижение их курса, и к концу апреля 1720 г. он опустился до 7825 ливров. Чтобы предотвратить панику, Джон Ло под влиянием регента восстановил выкуп ценных бумаг по 9000 ливров. Однако в целом индивидуальные инвесторы приобрели лишь около 30% акций – само по себе это было тревожным сигналом, говорившим об ослаблении интереса к акциям.

После этого Джон Ло запретил все сделки с акциями на вторичном рынке. Он не мог не понимать, что находится на грани краха, и предпринял отчаянные попытки борьбы с инфляцией, пытаясь сокращать количество банкнот в обращении (по его замыслу – на 5 млн ливров ежемесячно). Согласно указу от 21 мая 1720 г. цена банкнот снижалась – через неделю банкнота номиналом 100 ливров должна была стоить 80 ливров, через две – 70, через три – 60, через четыре – 50. Курс акций также поэтапно должен был снижаться и доведён к началу декабря 1720 г. до 5000 ливров. Трудно понять, на что рассчитывал Ло – этот план выглядит так, как будто в нём вообще не учитывалась реакция общества, которую нетрудно было предвидеть. Возможно, он уже просто не знал, что предпринять, и действовал наугад, сам ещё не веря, что конец грандиозного пузыря близок. В ином случае шотландец, скорее всего, вышел бы из игры и покинул страну, как это делали многие

¹⁰⁰ Попытка правительства поддержать престиж компании за счёт формирования корпуса переселенцев из 6 тысяч человек для освоения земель Америки (переселенцам обещали выдать одежду и орудия труда) привела лишь к тому, что в этот корпус записывались одни бродяги и нищие. К тому же более половины завербованных переселенцев так и не попало в Новый Орлеан – сбежав по дороге, они продавали выданное им обмундирование и возвращались обратно в Париж к прежнему образу жизни.

другие авантюристы.

Недовольство оказалось настолько массовым, что через несколько дней указ пришлось отменить. К концу мая цена акций опустилась до 4200 ливров. А 27 мая банк прекратил обмен банкнот на золото – возникла угроза полностью утратить золотой запас. Никто уже не хотел принимать платежи бумажными деньгами, все требовали платить золотыми монетами. Правительство приняло решение объединить Королевский банк с «Компанией Индий», но этот шаг ничего не дал для смягчения финансового кризиса.

Регент заявил, что во всём виноват Джон Ло, и через несколько дней толпа едва не растерзала шотландца, когда тот проезжал по улице в карете. Ло пришлось уйти с поста министра финансов, но это мало что изменило – дела его компании были плохи. В сентябре акции стоили 2000 ливров и курс продолжал падать дальше. В декабре их цена составляла менее 1000 ливров.

Было решено вернуть в правительство канцлера д'Агессо, отправленного в отставку в 1718 г. из-за сопротивления проектам Ло. Своим первым указом от 1 июня 1720 г. канцлер возобновил обмен банкнот на монеты. Золота и серебра не хватало, и многие были готовы обменивать банкноты на медные деньги, лишь бы получить хоть что-то. Инфляция была стремительной – в августе 1720 г. 1000 ливров банкнотами обменивались только на 400 ливров монетами, в сентябре – на 250. Наконец, указом от 20 октября 1720 г. банкноты были полностью аннулированы без всякой компенсации.

Дела «Компании Индий» быстро ухудшались. Акции продолжали обесцениваться, а о престиже фирмы и говорить не приходилось – в народе распространились карикатуры на регента и Джона Ло. На парижских улицах можно было услышать издевательские песенки, в которых предлагалось использовать ценные бумаги компании Ло в туалете, так как больше они ни для чего не годны.

Последней попыткой спасти компанию было предложение правительства обменять акции на государственные облигации с малой доходностью, но большинство владельцев ценных бумаг отказались от этого. В ноябре 1720 г. был издан указ, лишивший «Компанию Индий» всех привилегий. После этого акции полностью упали в цене (к сентябрю 1721 г. – до номинала). «Благодаря финансовым операциям шотландца Джона Ло» начался «неслыханный биржевой кризис, имевший своим

последствием ужасные бедствия». Это был «первый европейский крах»¹⁰¹.

Против руководства компании, обвинявшегося в мошенничестве, возбудили несколько уголовных дел. Джон Ло просил регента позволить ему уйти в отставку, признав, что совершил много ошибок. Финансист уверял, что за этими ошибками не было нечестных замыслов и корыстных мотивов, так как живым людям свойственно ошибаться¹⁰². Так ли это было на самом деле? Когда сегодня знакомишься с историей Джона Ло, первая мысль, которая естественно приходит в голову, – ловкий финансовый авантюрист, один из многих «надувателей пузырей», истории которых так похожи одна на другую. Впрочем, не исключено, что Ло был именно авантюристом, а не аферистом, и сам верил в успех затеянного им рискованного дела.

Регент сказал Ло, что ему необходимо покинуть Францию. Сохраняя к шотландцу уважение и даже, возможно, веру в правоту его дела, Филипп Орлеанский предлагал финансисту любую сумму денег в качестве помощи. Но тот отказался, то ли из наигранного благородства, то ли из настоящего – кто знает... Когда Джон Ло с сыном прибыли в Брюссель, распространились слухи о несметном богатстве шотландца, но вскоре выяснилось, что они ложные. Хотя Ло мог бы вывезти из разорённой страны немало золота (подобных примеров много известно в истории, как давней, так и в новейшей), но когда он уехал из Франции, у него был с собой, по слухам, только перстень с бриллиантом. Все его имения и земли конфисковали, а оставшихся во Франции жену и дочь лишили пенсии, хотя сам Джон как частное лицо оплатил её на много лет вперёд. Во всех бедах обвиняли Джона Ло, и если бы он не уехал из

¹⁰¹ Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – С. XV.

¹⁰² Что же касается амбициозного замысла Ло обвалить акции голландской Ост-Индской компании и его спора с лордом Лондондерри, то цена акций не только не падала, но всё больше росла. Надёжные акции голландской Ост-Индской компании пользовались всеобщим спросом. В апреле их цена была 235 фунтов и продолжала расти. Максимальным спрос на них был в июне – ценные бумаги стоили по 420 фунтов. К концу августа, когда истек срок пари Джона Ло, акции стоили по 345 фунтов. Чтобы поставить 100 тыс. акций по цене 180, их необходимо было покупать по 345. Убытки посчитать нетрудно – 165 тысяч фунтов. Лондонский банкир Джордж Мидлтон, представлявший в Англии интересы Джона Ло и пытавшийся сохранить честь своего клиента, полностью разорился на этой сделке.

страны, то неизвестно, как бы сложилась его судьба – он мог быть казнён.

После бегства из Франции Джона Ло видели в разных городах Европы. Говорили, что он вынашивал планы вернуться и начать всё с начала, но в 1723 г. его главный покровитель Филипп Орлеанский внезапно умер, что сделало возвращение шотландца во Францию невозможным¹⁰³. Финансист закончил свою жизнь в Венеции – в 1729 г. он умер от воспаления лёгких в возрасте 58 лет.

Влияние банкротства Джона Ло на финансовую политику Франции

Крах «системы» Джона Ло оказал сильное влияние на общество, так как слишком много людей было вовлечено в спекулятивный бум. Это отразилось в многочисленных сатирических памфлетах и карикатурах, появившихся вскоре после кризиса и высмеивавших безумие толпы и коварство мошенников¹⁰⁴.

Общественное сознание было настолько травмировано банкротством компании Ло, что с тех пор во французской культуре утвердился образ финансиста-иностранца, преследовавшего свои собственные корыстные интересы и ради этого обманывавшего французов. Данная тема достигла своей кульминации в XIX веке в творчестве Бальзака (образ барона Нусингена – пародия на Ротшильда).

Не меньшее влияние история падения Джона Ло оказала на всю финансовую политику XVIII века во Франции. Во всех странах финансовые рынки развивались в направлении упрощения движения капитала и создания новых, более

¹⁰³ Известно, что бурный взлёт Джона Ло заинтересовал Петра I. Российский царь встречался с ним в Париже в 1817 г. во время своего визита во Францию и следил в дальнейшем за ходом дел Ло. Когда шотландец оказался в изгнании, царь пригласил Джона Ло в Россию в качестве экономического советника. Планировалось поручить ему организацию колониальной компании для торговли с Персией, а также учреждение банка, подобного Королевскому банку Франции. Однако Ло уклонился от прямого ответа на предложение царя Петра и в конечном счёте так и не принял его (Бабст И. Джон Ло или финансовый кризис Франции в первые годы регентства / И. Бабст. – М.: Университетская типография, 1852. – С. 176).

¹⁰⁴ Подробнее см.: The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720 / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – 345 p.

продвинутых финансовых инструментов. А во Франции при любых новых начинаниях неизменно вспоминалась история Джона Ло, и энтузиазм ко всяким инновациям сразу же угасал.

В Англии конструктивной реакцией на банкротство South Sea Company стало принятие Bubble Act (первого закона о спекулятивных пузырях) и распространение практики аудита, после чего внимание участников рынка привлекла проблема раскрытия достоверной информации о финансовом состоянии акционерных компаний. А во Франции пошли по иному пути, ужесточив государственное регулирование и усложнив порядок создания акционерных обществ¹⁰⁵.

Проблема государственного долга была решена путём конфискации – облигации тех владельцев, кто не смог доказать законность их приобретения, были попросту аннулированы. По оставшимся обязательствам проценты были значительно сокращены, что объяснялось многочисленными злоупотреблениями при выпуске государственных ценных бумаг. Так финансовое развитие этой крупнейшей страны Европы затормозилось почти на целое столетие, хотя по своим потенциальным возможностям Франция значительно превосходила Англию¹⁰⁶.

Последствия этого было прогнозируемы – отток капиталов из Франции. После краха «Компании Индий» крупные парижские инвесторы устремились в Лондон, переживавший последствия собственного кризиса, связанного с «Компанией Южного моря». Кризис в Англии был болезненным, но не настолько, как в истории Джона Ло

¹⁰⁵ Кроме общего торможения развития финансовой системы и рынка ценных бумаг это привело к отставанию в формировании системы аудита. И хотя в законе об акционерных обществах от 24 июля 1867 г. появилось требование о необходимости внешнего аудита компаний, порядок определения компетентности и независимости «комиссаров», которые должны были проводить аудит, не был определён. Длительные дебаты по этому поводу в последующие десятилетия не дали результатов – практика аудита стала играть заметную роль во Франции только с середины XX века.

¹⁰⁶ Во времена Джона Ло население Франции было в три раза больше, чем в Англии; соответственно бóльшим был и ВВП. В 1715 г. во Франции ВВП составлял 116 млн фунтов, в Англии – 46 млн; в 1788 г. – 281 млн и 134 млн соответственно. Однако ВВП на душу населения в Англии в 1788 г. был выше – 14,4 фунта, во Франции – 10,6 фунта (White E. The Long Shadow of John Law on French Public Finance: The Mississippi Bubble / E. White // The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720 / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 100).

– о сравнительных размерах спекулятивных пузырей говорит то, что у «Компании Южного моря» раздутая цена акций превышала номинал в 9,5 раза, а у Миссисипской компании – в 19,6 раза.

Казалось бы, крах «системы» Джона Ло стал для Франции настолько драматическим, что должен был создать стойкое недоверие французов к банкам и финансистам, не говоря уже о ценных бумагах. Однако уже во второй половине XVIII века, несмотря на совсем недавние финансовые потрясения во времена краха Джона Ло, во Франции снова начался акционерный бум и стали создаваться акционерные компании со всеми теми же недостатками, что и во времена Джона Ло. Компании занимались самой разнообразной деятельностью, а правительство предоставляло им всевозможные монополии и привилегии. Накануне Великой французской революции основной спекулятивный ажиотаж был связан с акциями *Nouvelle Compagnie des Indes*, акциями различных страховых компаний.

Хотя распространено мнение, что после краха Джона Ло на протяжении всего XVIII века во Франции не учреждались новые банки, это не совсем так. В 1776 г. швейцарский банкир Исаак Панчо (Isaac Panchaud) создал банк *Caisse d'Escompte*, существовавший до начала революции. *Caisse d'Escompte* дисконтировал векселя и предоставлял депозитные и кредитные услуги широкому кругу клиентов. Количество выпущенных в обращение акций достигло 70 млн ливров в 1783 г. и 100 млн в 1787 г. Однако в 1787 г. король потребовал от банка дать ему в долг 100 млн ливров в обмен на продление на 30 лет лицензии. Банковские резервы были израсходованы на этот кредит, а доверие клиентов утрачено. В 1788 г. *Caisse d'Escompte* пришлось ликвидировать. В дальнейшем, в 1798 г. на основе этого банка был создан его преемник, в 1800 г. поглощённый Банком Франции.

Глава 3

Лондон: от финансовой революции к глобальной империи

Начало британской глобальной экспансии

Сеть империи

Вторая половина XVI века стала для Англии началом периода территориальной экспансии, приведшей к созданию глобальной империи. «Сеть империи» охватывала все континенты разветвлённой структурой формальных и неформальных связей, объединявших потоки товаров, людей и капиталов. Первоначально эта сеть возникла, чтобы найти наиболее выгодные условия для торговли, а потом стала расширяться за счет колониальной экспансии и миграции в поисках лучшего места под солнцем и новых стилей жизни.

Вначале английские купцы и путешественники обследовали юг Европы, Италию, другие страны Средиземноморья, но там им скоро стало тесно – давние торговые маршруты в этой части мира были уже распределены и заняты другими участниками. Открытие новых стран и континентов испано-португальскими, а затем голландскими мореплавателями, легенды об их сказочных богатствах будоражили воображение. В английском обществе возник живой интерес к миру за пределами Британии, и модным стал образ английского космополита – купца, путешественника, авантюриста, искателя приключений, – коллекционирующего экзотические вещи из дальних стран и новые впечатления. Моду подогревали мелкие атрибуты повседневной роскоши и колониальной экзотики – утренний кофе из Эфиопии с ванилью из Южной Америки придавал английскому космополитическому предпринимателю значимость не только в собственных глазах, но и в восприятии окружающих, символизируя причастность к никому ещё не известным, но казавшимся сказочными богатствам дальних стран. Такие люди, распространявшиеся по всем континентам и приносившие с собой представления о правилах ведения бизнеса и протестантскую этику зарождающегося капитализма, создавали основу для сети глобальной империи – сети, возникшей гораздо раньше, чем Британская империя как политическая структура (особенно в её классической форме конца XIX века).

И хотя Британской империи давно уже нет, остатки этой сети продолжают существовать и сегодня, охватывая весь мир сложной системой формальных (а больше неформальных) связей, потоков информации и капиталов. В этой сети смешались старые английские традиции, идеи толерантности, «джентльменского капитализма» и современные финансовые технологии создания финансовых потоков, – технологии, которыми в лондонском Сити овладели в совершенстве, и которых не имеют многие другие страны, несмотря на общий экономический и финансовый потенциал. И неслучайно в начале XXI века, на фоне общего экономического спада в США и странах Западной Европы, возникшего после кризиса 2007–2009 гг., стало быстро расти значение Лондона как финансовой столицы мира – не Дубая, Шанхая или Сингапура, а именно Лондона.

Сеть глобальных связей начала формироваться со времен первых колониальных компаний на основе торговых маршрутов, связавших Лондон с Индией, Мадейрой, Британской Вест-Индией. Аугуст Бойд (Augustus Boyd), Александр Грант (Alexander Grant), Джон Сарджент (John Sargent), Ричард Освалд (Richard Oswald) и многие другие британские предприниматели, контролировавшие маршруты океанской торговли, занимались собственным бизнесом и создавали при этом инфраструктуру Британской империи – «Империи морей»¹⁰⁷.

«Богатство Лондона обеспечивал весь мир»¹⁰⁸, как любили говорить в Англии в XVIII веке, когда этот город с населением около миллиона человек стал крупнейшим портом. Хотя в это время Лондон еще не был финансовым центром мира, уступая в этом Амстердаму, любые финансовые услуги можно было получить в лондонском Сити. Кроме Банка Англии там находились многочисленные частные банки и брокеры, через которых легко было произвести морское страхование и приобрести ценные бумаги – в том числе акции компаний, занимавшихся колониальной торговлей. Этот

¹⁰⁷ Образ «Империи морей» («Empire of the Seas»), столь популярный в Великобритании в XVIII и XIX веках, первоначально был связан с книгой стихов Эдварда Янга «Imperium pelagi», опубликованной в 1730 г. (Young E. Imperium Pelagi a Naval Lyrick: Written in Imitation of Pindar's Spirit. Occasion'd by His Majesty's Return, Sept. 1729 and the Succeeding Peace / E. Young. – L.: BiblioBazaar, 2010 – 72 p.).

¹⁰⁸ Raynal A. A Philosophical and Political History of the Settlements and Trade of the Europeans in the East and West Indies / A. Raynal. – Vol. 6. – London: T. Cadell, 1783. – P. 412.

город, как магнит, притягивал к себе амбициозных предпринимателей со всего мира.

Международная торговля и колониальные компании

Зарождающийся британский рынок ценных бумаг изначально ориентировался на колониальную торговлю, что определило дальнейшее направление его развития. Лидерство Англии в международных торговых операциях в XVIII веке было общепризнанным – британские корабли составляли 90% от общего объема флотов всех стран во второй половине XVIII в. и преобладали в торговле с Африкой, Америкой, Индией, Дальним Востоком, а также в бассейне Тихого океана.

Первыми европейцами, в эпоху географических открытий создававшими новые торговые маршруты, стали испанцы и португальцы, за ними пришли голландцы, захватившие почти всю колониальную империю португальцев в бассейне Индийского океана. Легкие голландские корабли, технологически наиболее совершенные для XVII и XVIII веков, достигли Индокитая, Филиппин и других самых отдаленных частей Азии. Вскоре место голландцев заняли британцы, создавшие на «голландском фундаменте» свою глобальную империю.

Европейцы со своими быстрыми судами контролировали все древние торговые маршруты Индийского океана, вытеснив местных купцов и став настоящими хозяевами далеких южных морей. Колониальные товары (особенно специи, а затем чай и кофе) пользовались спросом в Европе. Европейских товаров, которые имели бы в Азии такую же популярность, как специи, чай и кофе, практически не было. Однако европейцы обладали другим преимуществом – серебром и золотом, поступающими из испанских колоний в Америке. Эти свободные капиталы они вложили в торговлю в странах Азии азиатскими же товарами – персидскими в Индии, индийскими в Китае, китайскими в Индонезии, получив контроль над экономикой стран Азии.

Колониальная торговля породила многие инновации, связанные не только с судостроением и методами океанской навигации, но и с бизнесом – появление крупных акционерных компаний, торговых агентов (представляющих интересы этих компаний в различных портах), а также морского страхования. К таким инновациям можно отнести и обычай

купцов собираться в ставших модными *coffe-houses* – кофейнях, целая сеть которых возникла в Лондоне (одна из таких кофейен вскоре стала предшественницей *London stock Exchange* – Лондонской фондовой биржи).

Так эпоха колониальной торговли стала целой школой предпринимательства – не только для самих купцов, торговавших с дальними странами, но и для страховых агентов, лондонских брокеров и многих других, создавая и аккумулируя в Англии особый «человеческий капитал» – не только наиболее драгоценный, но и, вероятно, самый редкий вид капитала. Кроме человеческого капитала в колониальную эпоху в Англии шло накопление и капитала материального¹⁰⁹.

Первые колониальные компании возникли в середине XVI века (в том числе британская *East India Company*, *Royal African Company*, *Hudson's Bay Company*). Наиболее известной из них была Ост-Индская компания, а одной из старейших английских компаний была «Московская компания» (*Muscovy Company*), основанная еще в 1553 г. и просуществовавшая до 1917 года (до 1688 г. эта компания имела монополию в торговле с Россией)¹¹⁰. Предшественником *Muscovy Company* была компания с вычурным названием *Mystery Company of Merchant Adventurers for the Discovery of Regions, Dominions, Islands, and Places unknown* – «Тайная компания торговых авантюристов»¹¹¹, созданная для открытия новых неизвестных мест, островов и стран», основанная в 1551 Ричардом Чэнселором (*Richard Chancellor*), Себастьяном Кэблотом (*Sebastian Cabot*) и сэром Хью Уиллоуби (*Hugh Willoughby*), чтобы найти путь в Китай через северные моря¹¹².

¹⁰⁹ К началу этой эпохи Англия считалась достаточно отсталой в экономическом отношении страной, и не случайно во время конкурентной борьбы с испанцами за контроль над морскими маршрутами Англию представляли знаменитые британские пираты (такие как Фрэнсис Дрейк и другие), которым покровительствовала королевская власть.

¹¹⁰ Asher G. M. *Henry Hudson, the Navigator: The Original Documents in Which His Career Is Recorded*. – London: Cosimo Inc., 2009 – P. 255.

¹¹¹ Авантюристами (*adventurers*) обычно называли в то время всех предпринимателей, иногда использовалось понятие *undertakers*, буквальным переводом которого является слово «предприниматель». Преобладающее сегодня понятие *entrepreneur* появилось в середине XVIII века, но не было распространенным.

¹¹² Группа из трех кораблей отплыла из Лондона 10 мая 1553 года и достигла удобной гавани в устье Северной Двины. Когда царь Иван Грозный услышал о британских купцах, он пригласил их в Москву, принял с почетом и вел с ними переговоры о налаживании русско-английской торговли. Возвратившись в Лондон, Ричард Чэнселор привез письмо русского царя королеве Англии с

Среди первых была и Гамбургская компания – «старинная компания купцов-авантюристов», как называл её Адам Смит, также основанная в середине XVI века. Эту компанию вряд ли можно считать акционерной, поскольку она имела форму паевого товарищества. Вслед за Гамбургской были основаны Северная, Африканская и многие другие компании. В одном только Средиземноморье действовали Venice Company, Turkey Company и наиболее влиятельная среди них Levant Company – Левантийская компания¹¹³. Торговые маршруты английских колониальных компаний простирались от Вест-Индии в Карибском море и колоний в Северной Америке (Virgin company и др.) до Марокко, Персии, России, Индии.

Эти «привилегированные» колониальные компании были основаны на королевских грамотах, даровавших право монопольной торговли в определенной части мира (так была основана британская Ост-Индская компания). Поскольку правовой основой создания первых акционерных компаний была королевская грамота – хартия (royal charter), такие компании назывались chartered company. Это были как привилегированные «регулируемые компании» (regulated companies), созданные на основе партнерства (partnership), так и акционерные компании в современном понимании (joint stock companies).

В колониальной торговле потребность в защите от вооруженных нападений спланировала купцов и ускорила распространение корпоративных форм организации. Этим потребностям лучше всего соответствовала привилегированная торговая компания. Такие компании, обладавшие монопольным правом торговли, были выгодны и правителям национальных государств (известно, что английская королева Елизавета получала прибыль от деятельности таких компаний). К тому же, привилегированными компаниям было легче управлять¹¹⁴.

предложением установить торговые отношения. Королева Елизавета I в 1557 даровала компании монопольное право на торговлю с Россией, подтвержденное королевской хартией.

¹¹³ Левант – старое название Средиземного моря.

¹¹⁴ Позже, с середины XIX века, практика основания компаний по королевской грамоте становилась всё более редкой и касалась преимущественно некоммерческих и благотворительных организаций. Компании стали создаваться на основании законодательных норм и утвержденного устава, получив в Англии название statutory company.

Адам Смит не одобрял монопольный характер привилегированных колониальных компаний, поскольку без привилегий они редко имели успех¹¹⁵. Он был не единственным, кто критиковал деятельность таких компаний – в то время в Англии публиковалось множество памфлетов, авторы которых выражали возмущение монопольным положением привилегированных компаний и их огромными прибылями¹¹⁶.

Связанные с колониальными компаниями предприниматели сформировали к концу XVI века влиятельный слой торгового истеблишмента лондонского Сити. Этот слой оказывал всё большее влияние на политическую элиту и стал одним из основных инициаторов Английской революции 1642–1649 гг. Накопление прибыли от колониальной торговли и общий экономический рост в Англии происходили на фоне спада в странах континентальной Европы.

К началу XVII века наиболее влиятельной из колониальных компаний стала The Company of Merchant Adventurers, контролировавшая около половины всех экспортно-импортных торговых операций и сохранявшая значение до Английской революции 1640-х годов, а затем уступившая свои позиции Ост-Индской компании. Вокруг Merchant Adventurers образовалась финансовая группировка представителей лондонской бизнес-элиты, занимавших кон-

¹¹⁵ Так было, например, и с Африканской компанией, и с британской Ост-Индской компанией, не говоря уже о скандально известной South Sea Company – Компании Южного моря. «Привилегированные компании во многих отношениях сходны с ремесленными корпорациями», и эти компании «в конце концов везде доказали свою обременительность или бесполезность, везде расстроили или стеснили торговлю». К тому же, «директора привилегированной компании не имеют личного интереса в процветании общей торговли компании... упадок этой общей торговли часто даже принесит выгоду» лично для них, в то время как директора акционерной компании «имеющие только долю в прибылях, получаемых на общий капитал компании... не ведут... личной торговли», а их личные интересы «связаны с процветанием общей торговли компании» (Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – С. 684, 687–688, 691–692). Несмотря на эти критические замечания Адама Смита, следует признать, что английские привилегированные колониальные компании (при создании которых государство как бы заключало с компаниями субподрядный договор) оказались более эффективными и жизнеспособными, чем французские (и, особенно, испанские), непосредственно финансируемые королем.

¹¹⁶ Реальная деятельность привилегированных компаний анализировалась крайне редко, а сами памфлетисты представляли собой весьма пеструю группу, в которой были и предприниматели, хотевшие создать банк, и колониальные авантюристы, и защитники чьих-либо частных интересов (например, Ост-Индской компании). Газеты, начавшие издаваться в Англии в XVII веке, охотно публиковали эти памфлеты.

сервативную позицию. Вторая группировка возникла на основе альянса Levant Company и East India Company – она объединяла сторонников инноваций, в том числе и политических. К 1620-м годам эта группировка стала ядром влиятельной оппозиции, выступавшей за ограничение полномочий королевской власти, возрастание роли парламента и, в конечном счете, за утверждение принципа свободной торговли. Именно она и сыграла решающую роль в Английской революции, что привело к возвышению Ост-Индской компании.

Английская Ост-Индская компания

Наиболее известной из колониальных компаний была East India Company, созданная 31 декабря 1600 г. указом королевы Елизаветы I как привилегированная торговая компания и получившая обширные права в торговле с Индией и в захвате новых территорий¹¹⁷. В 1612 году компания была преобразована в акционерную, а её общий капитал быстро увеличился с 72 тыс. до 1,7 млн фунтов. Акции были именными, на неравные суммы, и это были не столько находившиеся в обращении ценные бумаги в современном понимании (как акции голландской Ост-Индской компании, которые можно было свободно приобрести на бирже), сколько паи, подтверждавшие участие в компании.

Будучи монополистом в торговле с Индией и сыграв значительную роль в колонизации этой страны, компания стала одной из наиболее влиятельных. Британская Ост-Индская компания имела собственные войска и корабли, активно вмешиваясь в политическую борьбу в Индии и войдя в историю (вместе с голландской Ост-Индской компанией) как классический пример успешной колониальной компа-

¹¹⁷ Компания, бывшая в Азии полным монополистом, получала огромные прибыли. Она просуществовала до 1874 года и стала одной из наиболее известных и успешных колониальных компаний. Её конкуренты из числа привилегированных купцов неоднократно поднимали вопрос в парламенте о том, чтобы ограничить монополию компании, используя в качестве аргумента критику политических симпатий к консервативной партии тори директора компании Джосии Чайлда (автора популярного в то время экономического трактата «Новые рассуждения о торговле»). После длительных политических интриг палата общин парламента приняла декларацию, которая не разрешала предоставлять монопольные торговые привилегии и позволяла вести торговлю со странами Востока любому британскому подданному.

нии, не брезговавшей никакими средствами в достижении своих целей. Но к концу XVIII века долги компании стали возрастать, и у неё начались проблемы. Рост акционерного капитала породил слухи об огромных хищениях, после чего были сделаны изменения в структуре управления, в частности, усовершенствован порядок избрания совета из 24 директоров.

Финансовая революция

«Славная революция» 1688 г.

В 1688 году в Англии произошла «Славная революция» (Glorious Revolution) – государственный переворот, в результате которого был свергнут Яков II Стюарт, католик по вероисповеданию. Переворот был совершен при участии голландского экспедиционного корпуса под командованием Вильгельма Оранского, протестанта и правителя Нидерландов. Он стал королем Англии под именем Вильгельма III и правил вместе с Марией II Стюарт (дочерью Якова II). В составе экспедиционного корпуса было много британских эмигрантов-протестантов, и после переворота в Англии восторжествовал протестантизм. А протестантская этика сыграла, согласно известным идеям Макса Вебера, решающую роль в формировании «духа капитализма»¹¹⁸.

Более ранние политические трансформации XVII в. (гражданская война 1642 г. под руководством Оливера Кромвеля и провозглашение Англии республикой в 1649 г.) привели к возрастанию роли парламента, получившего власть даже над королем. Английская финансовая система и до этого значительно отличалась от стран континентальной Европы – парламент имел гораздо больше полномочий в контроле торговых и финансовых операций (во Франции эти вопросы мог решать только король), а «Славная революция» ещё больше заострила эти отличия.

Так сформировалось принципиальное отличие британской модели общественного устройства (сложившейся под влиянием Нидерландов) от других стран континентальной

¹¹⁸ Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения: – М.: Прогресс, 1990. – С. 44–271. Критику идей М. Вебера см.: Лахман Р. Капиталисты поневоле: конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего Нового времени / Р. Лахман. – М.: «Территория будущего», 2010. – С. 395–398.

Европы, и прежде всего – Франции. Свойственные такой модели децентрализация, повышенная самостоятельность предпринимателей и распространение протестантизма определили дальнейшее направление развития английской экономики и финансовой системы. Оно значительно отличалось от пути Франции с более регламентированным обществом, где предприниматели старались как можно быстрее получить дворянство и жить на земельную ренту или же всеми правдами и неправдами попасть на государственную службу. Ещё со времен Людовика XIV, стремившегося изгнать из Франции ереси, религиозной терпимости не было во французском обществе, а купцы-гугеноты, которые могли бы сыграть ту же роль, что и английские протестанты, подвергались гонениям.

Реформы Вильгельма Оранского встретили сильное сопротивление со стороны родовой аристократии, что нашло отражение в памфлете Даниэля Дефо «Истинный англичанин»¹¹⁹, за несколько дней проданного полулегально на улицах Лондона в количестве 80 000 экземпляров. Дефо, известный не только как писатель, но и как один из первых журналистов, писавших на экономическую тематику¹²⁰, в этом памфлете выступил против аристократии, критиковавшей Вильгельма Оранского¹²¹.

От «Славной революции» к финансовой революции

Изгнанные из Франции гугеноты переселились в Англию в 1685 г., незадолго до «Славной революции». Они привезли с собой не только значительные капиталы – около 3 млн фунтов, но и новые технологии (в том числе и финансо-

¹¹⁹ Defoe D. The True-Born Englishman / D. Defoe. – <http://www.luminarium.org/editions/trueborn.htm>.

¹²⁰ Дефо удавалось метко подмечать тенденции своего времени: «Самым жестоким и деспотическим в политике французского правительства считается его обычай изымать из обращения все деньги, предварительно резко понизив их стоимость, а затем перечеканивать их в монету более высокой стоимости» (Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Пруцков Г.В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. – http://evartist.narod.ru/text4/51.htm#з_01).

¹²¹ Короля обвиняли в том, что он чужеземец, плохо говорящий по-английски. Дефо же заявил в памфлете, что все аристократические фамилии в Англии – это всего лишь смесь норманнских пиратов и французских лакеев, и по этой причине нелепо высказывать неприязнь к королю за то, что он родился в Голландии, а не в Англии.

вые), неизвестные в Англии. Они воплотились в первых английских банках – Orphans Bank, Million Bank и наиболее известного Bank of England (в 1694 г.). А когда в 1688 г. после «Славной революции» был свергнут английский король-католик Яков II и его место занял голландский принц-протестант Вильгельм Оранский, это помогло финансовым инновациям из Амстердама распространиться в Лондоне.

В свите Вильгельма Оранского из Амстердама в Лондон прибыли многие финансисты, принеся с собой не только значительные капиталы, но и отлаженную технику биржевых операций, что ускорило создание новой британской экономической системы. А религиозные войны в Европе конца XVII в. (связанные с противоречиями между католиками и протестантами) стали дополнительным фактором, подтолкнувшим к эмиграции в Англию таких амстердамских банкиров, как Генрих Хоуп и др. Начал формироваться слой профессиональных государственных служащих, работавших за высокое жалование, а не за право получить лицензию на сбор налогов и принять участие в расхищении казны, как это было во Франции.

В Англии отказ от долгов стали считать совершенно неприемлемым. В XIV–XVI веках в Англии объявление дефолта было обычным делом (в Лондоне хорошо помнили о дефолте казны в 1672 г., когда погрязший в долгах король Карл II отказался от выплат по своим обязательствам), и необходимо было достижение определенного уровня зрелости финансовой системы, чтобы стать «недефолтной» страной. Это обстоятельство в дальнейшем сыграло немалую роль в утверждении британского лидерства. Так реформы Вильгельма Оранского привели к повышению экономической стабильности Англии. Случаев отказа от долгов уже практически не было, а британские монеты считались наиболее обеспеченными золотом.

В изданном в 1688 г. законе (Promissory Notes Act) отмечалось, что королевская власть ограничивается в решении финансовых вопросов, а значительная часть полномочий отдана парламенту. Уменьшалось право короля регулировать сбор налогов и упорядочивался сбор пошлин с целью наиболее эффективного распределения их на общественные нужды. Государственный долг стал рассматриваться не как долговое обязательство физического лица (короля), а как национальный долг страны. Ранее государственный долг представлял собой совокупность отдельных не упорядоченных долговых обязательств. Кредиторы (обычно это были част-

ные банкиры) стремились вернуть свой долг с процентами как можно скорее, а рынка, на котором могли бы обращаться государственные долговые ценные бумаги, ещё не существовало.

Так политическая «славная революция» 1688 г. переросла в финансовую революцию, длившуюся до конца XVII века и затронувшую государственные («публичные», как говорили в то время) и личные, private финансы. В это время было учреждено около сотни новых акционерных компаний (в том числе Bank of England и New East India Company), дававших инвесторам возможности вложить свои капиталы в самые различные предприятия, от вполне солидных (связанных, к примеру, с производством бумаги) до авантюристических, предлагавших заняться поиском затонувших кораблей с сокровищами.

Быстро растущий интерес в обществе к новым инвестиционным возможностям стал причиной столь же быстрого возникновения рынка акций, а также рынка деривативов. Английские инвесторы поняли, как можно использовать эти рынки для повышения своих доходов и для управления рисками. Появился новый социальный слой лиц, занимавшихся ценными бумагами – джобберы (stock-jobbers)¹²².

При виде такого массового оживления среди инвесторов интерес к финансовому рынку возник и у государства, получившего только лишь с 1693 по 1698 гг. 6,9 млн фунтов от размещения различных лотерейных займов и аннуитетов. Так «Славная революция» 1688 г., а за ней и финансовая революция 1690-х годов стала поворотной точкой во взаимоотношениях государства и его кредиторов. Гарантии (а точнее, не столько гарантии, сколько обещания) со стороны государства стимулировали инвесторов вкладывать свои капиталы в новый долгосрочный инструмент – государственные облигации. Возможно, эти обещания были не большими, чем в предыдущие десятилетия, но массовый рынок государственных облигаций, основанный на определённом доверии к ним, возник именно после «Славной революции».

С финансовой революцией 1690-х годов были связаны не только оптимизм, но и опасения, что на английском финансовом рынке станут преобладать спекулянты, лишь от-

¹²² Джобберами (stock jobbers) в то время называли тех, кто покупал и продавал акции для получения прибыли на разнице цен. В отличие от брокеров, работавших за комиссионные и не вкладывавших своих капиталов, джобберы брали на себя гораздо больший риск, покупая ценные бумаги за свои деньги.

влекающие инвесторов от торговли – фундаментальной основы всей английской экономики. Многие считали, что сама идея получения прибыли от сделок с финансовыми инструментами привлекает честных предпринимателей в запутанный мир финансовых операций, связанный с борьбой группировок в правительстве, не всегда понятной обычному инвестору¹²³. Такое негативное отношение касалось и акционерных компаний, учреждавшийся в 1691–1693 гг., и особенно джобберов, которых считали спекулянтами.

Те, кто рискнул вложить свои капиталы во время бума 1691–1693 годов, сильно рисковали, так как многие из новых компаний были весьма сомнительными. Однако из-за того, что после «Славной революции» 1688 г. государственные финансы контролировались парламентом, большинство инвесторов наивно верило в безопасность своих капиталовложений.

В 1696 г. учредительский бум сменился спадом – сказалась Девятилетняя война (1689–1697)¹²⁴. Однако было бы неверно говорить, что с этим спадом финансовая революция в Англии закончилась или упёрлась в тупик. Хотя многие из небольших акционерных компаний, основанных в 1690-е годы, просуществовали недолго, инновационные методы инвестирования и, главное, изменения в менталитете инвесторов остались, как остались Банк Англии и активный вторичный рынок государственных облигаций.

Нередко высказывается мнение, что в создании английского рынка ценных бумаг в 1690-х годах основную роль играли именно государственные бумаги, а корпоративные (прежде всего акции) стали распространяться позже¹²⁵. В действительности дело обстояло не совсем так. К моменту начала первых экспериментов с секьюритизацией государственного долга в Англии уже существовал инновационный и весьма динамичный рынок акций, связанный с учредительским бумом 1691–1693 гг.

Для понимания лондонского финансового рынка 1690-х годов необходимо учитывать социальную и политическую среду, в которой действовали первые инвесторы. Для мно-

¹²³ См. например: Defoe D. *The Anatomy of Exchange Alley or a System of Stock-Jobbing* / D. Defoe. – London: E. Smith, 1719. – P. 3–4.

¹²⁴ Война между Францией и Аугсбургской лигой европейских государств (в неё входили Англия, Нидерланды и др.), закончившаяся поражением Франции.

¹²⁵ Dale R. *The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble* / R. Dale. – New Haven: Princeton University Press. 2004. – P. 22.

гих из них приобретение акций (в особенности, когда речь шла об акциях Банка Англии или Компании Южного моря) было связано с расширением своего влияния (в том числе политического) и повышением статуса. Однако история возникновения этого рынка в 1690-е годы оказалась заслонённой взлетом и крахом Компании Южного моря, которые привлекли всё внимание и современников, и более поздних историков.

Инновации времён финансовой революции значительно отличались от системы государственных финансов во Франции, где доходы от продажи государственных земель шли на обогащение чиновников, а не на то, чтобы платить жалованием профессиональным служащим; сбор налогов был передан на откуп частным лицам, а отказ от выплаты долгов стал обычным делом. Попытки создать парламент – Генеральные Штаты, – оказались неэффективными, а инвесторы не проявляли интереса к государственным ценным бумагам – рентам, хотя те предлагались к продаже на выгодных условиях.

Так вследствие «Славной революции» 1688 г. и под влиянием успехов голландской финансовой системы в Англии произошла финансовая революция, приведшая к возникновению полноценного финансового рынка, способного аккумулировать свободные капиталы. В этом смысле финансовая революция стала предпосылкой революции индустриальной (первые признаки которой отмечались в Англии еще в XVII в.). Без инноваций в финансовой сфере и расширения возможности получения финансовых ресурсов индустриальная революция в Англии вряд ли была бы возможна. Поэтому, в сущности, английская финансовая революция предшествовала индустриальной¹²⁶, и к началу XVIII века Англия переняла у Нидерландов эстафету лидера.

¹²⁶ В разных странах взаимоотношения между финансовым и производственным секторами складывались не одинаково: финансовый сектор мог стимулировать экономический рост и оказывать на него позитивное влияние (как было в Англии, где происходила ускоренная индустриализация); мог не оказывать реального влияния (во Франции, где индустриализация в начале XIX века происходила медленно), а мог и тормозить промышленное развитие по причине неадекватной организации финансовой системы (в Германии в первой половине XIX в., в Австро-Венгрии и России до середины XIX века).

Возникновение сферы финансовых услуг

К началу в 1688 «Славной революции», а за ней и финансовой революции Англия уже была богатой страной, ориентированной на международную торговлю. Сельское хозяйство процветало, а объёмы торговых операций в 1660–1688 гг. быстро росли. Как обычно бывает при экономических подъемах, сопровождающихся ростом интереса в обществе к богатству и потреблению, появились и противники всего этого, переживавшие об упадке морали и религиозных ценностей. Однако потребности в материальном благополучии и экономической активности усиливались. Это касалось и новых возможностей зарабатывать деньги не только с помощью торговли, но и выгодно вкладывая накопленный капитал.

Так экономический рост ускорил формирование сферы финансовых услуг. Желание оградить от возможных рисков своё имущество привело к возникновению страховых компаний, популярность которых росла. От страхования имущества при пожарах (один из самых грандиозных пожаров произошел в Лондоне в 1666 г.) они перешли к долгосрочному страхованию жизни. Первое такое страховое общество – «Дружественное общество для вдов» (Friendly Society for Widows) было учреждено Ричардом Картером в 1696 г.¹²⁷ Распространение страховых компаний стало одним из верных признаков становления финансового капитализма с характерной для него сферой финансовых услуг.

Сразу же появились и посредники, предлагавшие эти услуги – вначале на рынке земельной недвижимости. Их называли scriveners и они были чем-то средним между нотариусами и ростовщиками, предлагая землевладельцам весь комплекс услуг, связанных с покупкой, продажей или арендой недвижимости, включая и услуги, связанные с финансовыми операциями. Более специализированные финансовые услуги предоставлялись «банкирами-ювелирами» (goldsmith bankers), ставшими, по сути, частными банкирами. Ко времени финансовой революции они образовали весьма разветвлённую сеть, обеспечивавшую не только снижение расходов при проведении финансовых операций, но и обмен информацией между самими банкирами.

¹²⁷ Clark B. Betting on Lives: The Culture of Life Insurance in England, 1695–1775 / B. Clark. – Manchester: Manchester University Press, 1999. – P. 2–3, 73.

Все эти услуги были сосредоточены в Лондоне – не только политической столице, но и крупнейшем английском портовом городе, где сходились большинство маршрутов международной и внутренней торговли. В 1680-е годы Лондон привлекал к себе многих мигрантов из других частей Британии и из континентальной Европы. Так в этом городе сформировалось космополитическое сообщество предпринимателей и финансистов, а идеи и капитал недавних мигрантов поддерживали экономический рост Англии. К началу финансовой революции 1690-х годов в Лондоне возникла среда, благоприятная для развития финансового рынка. Если что-либо и тормозило это развитие, то не нехватка капиталов или умений финансистов, а только лишь отсутствие возможностей для выгодных инвестиций.

Акционерный бум 1691–1693 гг.

Хотя к концу XVII в. акционерные компании в Англии уже имели достаточно долгую историю, в 1688 г., перед началом «Славной революции», существовало лишь несколько таких компаний, большинство из которых были небольшими. Hudson's Bay Company, основанная в 1668 г., имела капитал 10,5 тыс. фунтов и 18 акционеров. В East India Company, единственном крупном акционерном обществе, в 1688 г. было 511 акционеров. Правда и дивиденды у акционеров тогда были высокими – Hudson's Bay Company в 1680-е годы несколько раз платила по 50% на акцию, East India Company – по 25%, а в 1689 г. даже 50%. Скорее были дивиденды в Royal African Company – 10,5%¹²⁸.

До 1690 г. акции первых компаний не могли свободно продаваться и приобретаться. Кроме того, иностранцы не имели права быть их держателями. Если возникала потребность продать акции другому акционеру той же компании, необходимо было разрешение специального комитета. Владельцами акций (преимущественно крупных пакетов) были состоятельные лица, а спекуляции этими ценными бумагами ещё не существовало¹²⁹. Однако вскоре правила обращения

¹²⁸ Scott W. The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720 / W. Scott. – Vol 1–3. Vol. 2. – London: Cambridge University Press, 1911. – P. 179, 237.

¹²⁹ В то время только незначительное количество самых богатых представителей английской элиты имели годовой доход порядка 100 тыс. фунтов. Мелкий чиновник получал 10 фунтов в год, квалифицированный рабочий-

акций радикально изменились – с 1690 г., через два года после финансовой революции, было разрешено свободно покупать и продавать акции. Их популярность стала быстро расти – все считали вложение сбережений в эти ценные бумаги выгодным делом¹³⁰. Так начался первый в Англии акционерный бум.

Формирование английского рынка акций в конце XVII века было связано с благоприятным сочетанием нескольких факторов, как социально-экономических, так и политических. Особенно заметное стимулирующее действие на рынок акций имело, как это ни странно может показаться, участие Англии в войне с Францией в 1689–1697 гг. До начала этой войны общее количество их владельцев сохранялось примерно на одном уровне – около 700. Ассортимент бумаг, в которые они могли инвестировать свои капиталы, также был ограничен – акции East India Company, Royal African Company, Hudson's Bay Company. Их ликвидность была не очень высокой, и в 1680-е годы общее количество операций с ними не превышало 300–400 в год. В 1690–1691 гг. рынок акций начал быстро расти, а количество из владельцев увеличилось почти до 5000. Война с Францией нарушила привычные финансовые потоки, связанные с международной торговлей. Владельцы капиталов начали искать новые пути их инвестирования, выбрав для этого вначале акции колониальных компаний (East India Company, Royal African Company, Hudson's Bay Company), а с 1694 г. – акции Банка Англии¹³¹.

Толчком к началу акционерного бума стало прибытие в Лондон в июне 1687 г. капитана Уильяма Пипса (William Phips), добывшего часть золота и серебра с испанского корабля, затонувшего у одного из карибских островов в 1641 г.

специалист около 40–50 фунтов в год. Люди с годовым доходом 300–500 фунтов считались весьма состоятельными.

¹³⁰ Так, в британской Ост-Индской компании те, кто инвестировал свои капиталы в акции в 1660 г., к 1688 г. только лишь от роста курсовой стоимости получили прибыль в 1200%, не считая выплаченных дивидендов.

¹³¹ Если обратиться к цифрам, можно видеть, что в 1688 г. на рынке было проведено 624 операции с акциями East India Company, 101 – Royal African Company, 24 – Hudson's Bay Company. В 1691 г. – 3139, 928 и 92 операций. В 1694 г. на рынке появились акции Банка Англии (880 операций в год), и они привлекали к себе всё большее внимание инвесторов (1695 г. – 1371 операция, 1698 г. – 2477). Операции с акциями East India Company сократились в 1698 г. до 1158, Royal African Company – до 737, Hudson's Bay Company – до 14 (Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 131–132).

Поднятые сокровища оценивались в 200 тыс. фунтов – сумма по тем временам огромная, – и Пипс стал героем. Его спонсоры, вложившие капиталы в организацию экспедиции, получили по 5 тыс. фунтов на каждые вложенные 100 фунтов¹³². Эта история подтолкнула волну учреждения акционерных компаний для поиска сокровищ с затонувших кораблей.

В то время основание компаний происходило в форме простой процедуры регистрации патента. Серьезность намерений учредителей и их капиталы не проверялись. Сразу после регистрации патента новая компания могла начинать продавать акции (точнее, доли акционерного капитала – shares). С июня 1691 г. по октябрь 1693 г. были зарегистрированы патенты для 61 новой компании. Из них 11 были связаны с подводными погружениями – мания кладоискательства продолжалась. Затем стали создаваться компании, производившие простейшее снаряжение для подводных погружений, а вслед за ними – и всевозможные другие компании.

Многие из них были далеки от реальной производственной либо коммерческой деятельности, и цель их учреждения была проста – за счёт рекламы повысить цены на свои акции и максимально выгодно их продать – к примеру, по 60–80 фунтов при номинале 15. К концу 1695 г. в Англии было 150 компаний с совокупным капиталом 4,2 млн фунтов. 75% этого капитала принадлежали крупнейшим акционерным обществам – Bank of England, Million Bank, East India Company, Royal African Company, Hudson's Bay Company, New River Company.

Хотя рынок акций в конце XVII в. постепенно расширялся, для новых инвесторов он был пока ещё не очень доступным. Владельцы этих бумаг редко их продавали, и даже в 1676 г., почти сто лет спустя, когда один из инвесторов заинтересовался, может ли он вложить 800 фунтов в акции Ост-Индской компании, ему ответили, что это маловероятно, так как в распоряжении компании достаточно капитала и продавать акции она не намерена¹³³.

У инвесторов не было особого выбора во время акционерного учредительства 1691–1695 гг., они вкладывали ка-

¹³² George R. The Treasure Trove of William Phips / R. George // *New England Quarterly*. – 1933. – Vol. 6. – P. 294–318.

¹³³ Whyman S. *Sociability and Power in Late-Stuart England: The Cultural Worlds of the Verneys, 1660–1720* / S. Whyman. – L.: Oxford University Press, 1999. – P. 75.

питали в те бумаги, в которые могли. И хотя с 1688 по 1695 г. было учреждено около 100 новых акционерных обществ, далеко не все из них присутствовали на рынке. Это показывают, в частности, сохранившиеся архивы брокера Чарльза Бланта, занявшегося операциями с ценными бумагами в поисках легкой прибыли под влиянием своего двоюродного брата Джона Бланта, одной из ключевых фигур в истории South Sea Company. Клиенты этого брокера проводили свои операции с акциями и деривативами лишь 23 компаний¹³⁴.

Операции с деривативами в начале 1690-х годов

Во время первого акционерного бума начала 1690-х годов стал формироваться и рынок деривативов, однако проследить операции с ними намного труднее, чем с акциями. Обращение акций в той или иной мере регулировалось компаниями, их выпускавшими, а операции с деривативами в конце XVII века не регулировались практически никак, и этот зарождающийся рынок был стихийным и хаотичным. Известно только, что сделки с фьючерсами и опционами на рынке ценных бумаг в Лондоне стали регулярными начиная с 1691 г.

С 1692 по 1695 г. клиенты брокера Чарльза Бланта провели 576 операций с деривативами (в основном – опционами на покупку акций), что составляло 39% всех операций, о которых упоминалось в сохранившихся записях этого брокера. Исходя из этого, можно предположить, что в период бума (1691–1693 гг.) в Лондоне ежегодно совершалось несколько тысяч операций с деривативами, связанными с покупкой и продажей на срок акций различных компаний.

В этом нет ничего удивительного – в XVII веке деривативы широко использовались в Европе, особенно в Нидерландах для управления рисками и спекулятивных операций,

¹³⁴ С 1692 по 1695 г. Чарльз Блант оказывал брокерские услуги более чем 150 клиентам и одной компании – Estcourts's Lead Mine. В его записях чаще всего упоминались Bank of England, East India Company, Royal African Company, Hudson's Bay Company, Glass-Maker's Company, Linen Company, White Paper Company, Company of Copper Miners. Эти компании в начале 1690-х годов образовали основное ядро рынка акций. Всего в 1692 г. было произведено 506 операций с акциями, 197 с деривативами; в 1693 – 326 и 314, в 1694 – 81 и 49, в 1695 – 7 и 16 соответственно (Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 19–22).

как с товарами, так и с ценными бумагами. Знакомы с ними были и английские купцы, хотя до конца XVII века в Лондоне деривативы применялись не так широко, как в Амстердаме.

Уже тогда понимали, что фьючерсы и опционы снижают риск убытков при инвестировании в акции новых компаний, в успехе деятельности которых не было уверенности. В этом случае эти финансовые инструменты действительно могли быть, как говорил Иосиф де ла Вега, «якорем, удерживающем во время шторма корабль и спасающим его от крушения»¹³⁵. Фьючерсы и опционы были стандартизованы, что облегчало их использование. Эти операции сопровождались заключением между продавцом и покупателем подробных контрактов, в которых оговаривались способы передачи денег, выплата дивидендов и т. п. Такие стратегии использовали и клиенты Бланта¹³⁶. Обычно они ликвидировали свои позиции в акциях и приобретали взамен опционы¹³⁷. Так покупатели опционов снижали свои возможные потери, однако продавцам временами приходилось продавать акции по цене, не выгодной для себя и не соответствующей рыночной¹³⁸.

¹³⁵ Vega, J. de la. *Confusion de Confusiones / J. de la Vega*. – Boston (Mass.): Baker Library, 1957. – P. 7.

¹³⁶ В декабре 1692 г. сэр Томас Эсткорт (Thomas Estcourt), известный в то время своими спекулятивными операциями, решил приобрести 500 акций Royal African Company. В то время, в условиях Девятилетней войны, такая покупка без управления рисками была опасной – акции компании могли сильно упасть в цене. Поэтому Эсткорт приобрел опцион по цене 5 гиней за 100 акций (гиней – старинная английская золотая монета, равная 21 шиллингу и примерно соответствовавшая фунту, равному 20 шиллингам), после чего обезопасил себя от возможных потерь (Murphy A. *The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy*. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 28).

¹³⁷ В июне 1693 г. Томас Кросс (Thomas Cross) продал 5 акций Royal Lustring Company Габриэлю Гловеру (Gabriel Glover). Одновременно он приобрел опцион на полгода на пять таких же акций по цене четыре гиней за акцию, плюс комиссионные брокеру в размере 5 фунтов. Так Кросс ликвидировал свою позицию в акциях, чем обезопасил себя от возможного падения их курса, а также получил право приобрести эти же акции в том случае, если они будут расти (Murphy A. *The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy*. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 28).

¹³⁸ В ноябре 1693 г. Джон Хэддон (John Haddon) продал шестимесячный опцион на пять акций Copper Company Бенджамину Коллеру (Benjamin Collier) с фиксированной ценой 10 фунтов за акцию. Если бы цена акций поднялась до 20 фунтов, или даже до 100 фунтов, и Коллер захотел бы использовать опцион и купить акции, то Хэддону пришлось бы продавать их по 10 фунтов, неся соответствующие убытки на каждой акции (Murphy A. *The*

Операции с деривативами часто использовались, как и в Амстердаме, для спекулятивных целей. Однако временами участниками этих операций были не спекулятивные игроки, а обычные инвесторы, хотевшие ограничить свои риски. Кроме того, они использовали эти финансовые инструменты для того, чтобы выйти на рынок акций и занять на нем определённую позицию, не вкладывая в это свои капиталы. Современники, в частности Д. Дефо, часто упоминали об этом¹³⁹.

Окончание бума 1691–1693 гг.

В 1693 г. бум пошел на спад, и в записях Чарльза Бланта можно видеть значительное сокращение количества операций. Как обычно бывает во время периодов акционерного учредительства, к 1693 г. оказалось, что большинство из новых компаний далеко не такие прибыльные, как считали пару лет назад. Отчасти из-за некомпетентного управления, отчасти из-за отсутствия необходимых технологических знаний (как это было в Linen Company), большинство основанных в начале 1690-х акционерных обществ столкнулось с проблемами.

К тому же, у правительства Вильгельма Оранского, созданного во время «славной революции» 1688 г., начались финансовые затруднения. Из-за войны с Испанией, потребовавшей огромных расходов, государство начало снижать содержание драгоценных металлов в монетах (такая практика была обычной в то время). В ответ на это все начали прятать полноценные монеты, и они исчезли из обращения.

К 1694 г. взять деньги в кредит в Лондоне было практически невозможно ни под какие проценты. Это сразу же отразилось на курсах ценных бумаг – государственные облигации на 40% снизились в цене, акции Hudson's Bay – почти в два раза (на 70–90%), East India Company – более чем в пять раз. Многие мелкие акционерные компании прекратили существование – в первую очередь те, которые создавались для поисков затонувших кораблей с сокровищами.

Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 28).

¹³⁹ Defoe D. The Villainy of Stock-Jobbers Detected, and the Causes of the Late Run Upon the Bank and Bankers Discovered and Considered / D. Defoe. – London, 1701 (reprint – General Books LLC, 2010). – P. 26.

Соответственно, понесли убытки инвесторы, вложившие свои капиталы в акции новых компаний. Так было и с Даниэлем Дефо, лишившимся своих инвестиций в компанию Джона Уильямса (John Williams), занимавшуюся подъемом затонувших кораблей. Хотя Уильямс утверждал, что он опытный инженер, имевший все необходимые знания для запланированных работ, на деле он никак не проявил своих умений, а лишь растратил деньги акционеров.

Среди учреждённых новых компаний лишь немногие занимались конкретной производственной деятельностью. Большинство имело фиктивный характер и создавалось только лишь с целью продать свои акции и собрать деньги. Капитализация этих компаний также была невелика. По приблизительным оценкам общая стоимость акций и облигаций всех английских акционерных компаний в 1695 г. составляла 4 млн фунтов, большая часть этой суммы относилась к ценным бумагам английской Ост-Индской компании (1,709 млн фунтов) и акциям Банка Англии (1,044 млн)¹⁴⁰.

Иногда причиной спада на рынке акций с 1693 г. называют влияние Девятилетней войны на английскую экономику¹⁴¹. Однако, главной его причиной вероятно была естественная цикличность всякого акционерного бума и «дугость» большинства учрежденных новых компаний. Современники, как обычно, обвиняли во всем спекулянтов – джобберов, дестабилизировавших рынок.

Рост интереса к государственным ценным бумагам

Спад на рынке акций и снижение интереса инвесторов к акционерным компаниям, большинство из которых не могло обеспечить реальную прибыльность инвестиций, вызвали рост популярности в конце 1693 – начале 1694 г. государственных ценных бумаг (public funds), создававших новые возможности и обещавших высокую гарантированную прибыль.

Девятилетняя война, в которой Англия воевала против Франции в составе коалиции европейских государств (Аугс-

¹⁴⁰ Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 37.

¹⁴¹ Scott W. The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720 / W. Scott. – Vol 1–3. Vol. 1. – London: Cambridge University Press, 1910. – P. 347–349.

бургской лиги) привела к возрастанию военных расходов с 2 млн фунтов в год в 1688 г. до 5–6 млн фунтов в год с 1689 по 1792 г. Доходы от сбора налогов были в это время в среднем 3,64 млн фунтов в год – значительно меньше, чем расходы на войну¹⁴². Оставался только путь краткосрочных займов, и новое английское правительство Вильгельма Оранского активно использовало государственные займы с прибыльностью 5–8%, получив с их помощью в 1688–1697 гг. более 32 млн фунтов¹⁴³.

Однако начиная с конца 1692 г. спрос на облигации государственных займов стал снижаться. Инвесторы поняли, что у нового правительства возникли финансовые трудности, как поняли они и то, что война может быть долгой. В декабре 1692 г. парламент утвердил схему новых долгосрочных займов с помощью тонтин, предложенную Уильямом Пэтерсоном.

Тонтин появились в XVII веке, получив свое название по имени банкира из Неаполя Лоренцо Тонти (Lorenzo Tonti), впервые предложившего их в 1652 г. кардиналу Джулио Мазарини (1602–1661), премьер-министру Франции в 1643–1651 гг. и 1653–1661 гг. На практике во Франции тонтин были впервые использованы в 1689 г. В Лондоне подобный проект рассматривался ещё в 1674 г., но безрезультатно. Больше всего тонтин применялись во второй половине XVII века для спекулятивных целей в Нидерландах. Однако там не использовали аннуитеты и тонтин для государственных займов, считая эти инструменты слишком сложными и недостаточно эффективными. С точки зрения рыночного обращения основное неудобство тонтин и аннуитетов было в том, что они, хотя и могли передаваться, были слишком персонализированы и связаны с лицом, на которого оформлялся договор¹⁴⁴.

Тонтин представляли собой пожизненные страховые договоры, подобные аннуитетам. В отличие от аннуитетов в тонтин участвовала группа лиц. Каждый из членов группы

¹⁴² Brooks C. Public Finance and Political Stability: The Administration of the Land Tax, 1688–1720 / C. Brooks // *Historical Journal*. – 1974. – Vol. 17. – P. 282.

¹⁴³ Dickson P. The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756 / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 343–344.

¹⁴⁴ Weir D. Tontines, Public Finance and Revolution in France and England, 1688–1789 / D. Weir // *Journal of Economic History*. – 1989. – Vol. 49. – P. 102, 105.

при заключении договора вкладывал определенную сумму, после чего им ежегодно выплачивалась прибыль. При смерти одного из членов группы его вклад распределялся между оставшимися членами, и размер выплачиваемой ренты возрастал. Последний оставшийся член группы получал за счёт этого сумму, во много раз большую его вклада (прибыль могла достигать десятикратного размера). Существовал и другой вид тонтин, при котором капиталы умерших членов группы переходили к наследникам, продолжавшим получать ежегодные проценты с вложенного капитала.

У инициаторов займа с помощью тонтин (они планировали собрать 1 млн фунтов) не было твердой уверенности, что английских инвесторов будет привлекать эта схема. Поэтому в изданном в январе 1693 г. королевском указе содержалась оговорка, что в случае, если тонтин не заинтересует инвесторов, следует предлагать им более привычные 14% пожизненные аннуитеты. Опасения были не напрасными – тонтин оказался слишком запутанным инструментом для ещё неопытных в то время английских инвесторов; по ним удалось собрать лишь 108,1 тыс. фунтов. Аннуитеты с 14% годовой прибылью раскупались гораздо охотнее, и был собран 1 млн фунтов.

Million Adventure Lottery

В 1694 г. попыткой оживить рынок стала лотерея Million Adventure, появившаяся в начале этого года с целью привлечь как можно больше инвесторов. Всего было выпущено 100 тыс. лотерейных билетов ценой 10 фунтов. По не выигравшим билетам инвесторам возвращали их деньги по 1 фунту в год, чтобы к 1710 г. полностью вернуть вложения. В лотерее было 2500 призов, крупнейший из них предполагал ежегодные выплаты по 1000 фунтов на протяжении шестнадцати лет; самый мелкий – по 10 фунтов в год. За счёт этого лотерея Million Adventure стала популярным и вполне безопасным инвестиционным инструментом, дав возможность быстро собрать 1 млн фунтов¹⁴⁵.

Лотерея вдохновила многих предпринимателей к созданию своих собственных подобных схем середины 1690-х годов, с которыми были тесно связаны Банк Англии и неко-

¹⁴⁵ Richards R. The Lottery in the History of English Government Finances / R. Richards // Economic History. Vol. 3. (1934–1937). – P. 57–76.

торые акционерные компании. Было ли всё это спекулятивной игрой или реальными инвестициями? Трудно сказать. И то и другое тесно переплелось в этих лотерейных схемах. Поэтому современникам часто казалось, что финансовая революция создала больше новых возможностей для спекулянтов и авантюристов, чем для инвесторов.

Основание Банка Англии

В 1694 г. по примеру *Amsterdamsche Wisselbank* был создан *Bank of England*, в чем проявилась историческая преемственность между нидерландским и британским финансовыми рынками. Основными инициаторами этого проекта были Уильям Пэтерсон (*William Paterson*) и Майкл Годфри (*Michael Godfrey*), предлагавшие годом ранее использовать тонтину. Пэтерсон (1658–1719), ранее занимавшийся торговлей с Вест-Индией, был одним из тех, чьи инновационные идеи опережали свое время. Он мотивировал необходимость учреждения банка тем, что тот будет регулировать денежное обращение и за счёт этого стимулировать торговлю. Лондонский финансист Годфри (1659–1695), разбогатевший на торговых операциях с поставками вина, стал первым управляющим банка.

Финансисты, частные банкиры и купцы беспокоились, что деятельность банка будет мешать их бизнесу. Кроме того, учреждению банка придавалось политическое значение. Партия тори¹⁴⁶ опасалась, что банк усилит правящую партию вигов, и монархия станет независимой от парламента¹⁴⁷. Наконец, после долгих споров и колебаний парламент принял *Bank of England Act 1694* года, подтверждавший учреждение банка.

Банк Англии был основан в трудные времена – несколько неурожайных лет дополнялись колоссальными расходами на войну с Францией, начатую в 1689 г. Начался вывоз золотых монет лучшего качества и возник их дефицит.

¹⁴⁶ Тори, предшественники партии консерваторов – сторонники монархии и англиканской церкви. В партию входили крупные землевладельцы и государственные служащие. Виги, предшественники партии лейбористов, были сторонниками власти парламента над королем. В партию входили родовые аристократы, а позже – богатые купцы и промышленники. Эта партия контролировала и Банк Англии, и британскую *Ост-Индскую* компанию.

¹⁴⁷ French D. *Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money* / D. French. – Auburn (AL): Mises Institute, 2009. – P. 78.

Стоимость золотой гинеи повысилась от официального курса 20 шиллингов до 30 шиллингов в июне 1695 г, а стоимость кредита временами достигала 40%.

Bank of England имел форму частного акционерного банка. В отличие от Амстердамского, он был создан для финансирования государственных расходов. Кроме выдачи займов правительству, банк принимал депозиты, дисконтировал векселя и выпускал банкноты, свободно обменивавшиеся на золотые монеты. Перед банком сразу была поставлена задача обеспечить 1,2 млн фунтов кредита правительству под 8% годовых для продолжения войны с Францией. Парламентский акт разрешал банку выпустить акции на 1,2 млн фунтов, а сумма от их размещения должна была быть передана государству в качестве кредита. Взамен банк получал ежегодные выплаты от государства в размере 140 тыс. фунтов, из которых он мог выдавать акционерам 8% дивидендов. Остальное шло на развитие самого банка. Подписка на акции вызвала интерес у инвесторов и прошла быстро – начавшись 21 июня 1694 г., она закончилась 2 июля, в ней приняло участие 1267 человек (первыми подписчиками были король и королева, купившие акции на 10 000 фунтов). Подписчики оплачивали лишь 25% стоимости акций наличными, остальная часть суммы вносилась позже¹⁴⁸.

В апреле 1694 г. банк организовал продажу аннуитетов на 300 тыс. фунтов с первоначальной доходностью 10%, повышенной затем до 12 и 14%¹⁴⁹. Всего с января 1693 по июль 1698 г. с помощью государственных займов, использовавших различные инструменты, было собрано 6,9 млн фунтов. Впрочем, если учесть, что расходы правительства на

¹⁴⁸ Giuseppi J. The Bank of England: A History from its foundation in 1694 / J. Giuseppi. – London: Evans Bros, 1966. – P. 11–12.

¹⁴⁹ В апреле 1697 г. был выпущен новый государственный лотерейный заём с прибыльностью 6,3% на сумму 1,4 млн фунтов – Malt Lottery 1697 г. Заём оказался далеко не таким удачным, как Million Adventure lottery 1694 г., так как в этом займе не предлагались такие привлекательные призы. Значительная часть лотерейных билетов осталась не распроданной и собрать необходимые 1,4 млн фунтов удалось лишь после того, как казначейство обменяло их на деньги. Наиболее успешным оказался заём на 2 млн фунтов среди акционеров New East India Company, но и с ним не всё было так просто. Когда после длительной борьбы английской Ост-Индской компании с её противниками в июле 1698 г. была учреждена Новая Ост-Индская компания, в разрешении («хартии») чётко говорилось, что компания должна предоставить заём правительству в размере 2 млн фунтов под 8% годовых.

войну достигли 72 млн фунтов, полученные от займов 6,9 млн мало что меняли¹⁵⁰.

В первые годы после учреждения банка курс его акций снижался, а в 1696 г. дивиденды по ним не выплачивались. Несмотря на это, инвесторы заинтересовались акциями банка, особенно после парламентского акта 1697 г., давшего банку статус монополиста на весь срок действия его хартии – до августа 1711 г.¹⁵¹. Выбор инвесторов в пользу акций Банка Англии был не случайным – эти ценные бумаги оказались гораздо более надёжными, чем акции колониальных компаний, курсы которых были подвержены сильным колебаниям, зависевшим от различных обстоятельств (главным образом от того, благополучно ли прибыли в порт корабли с товарами)¹⁵².

Акции банка были ликвидными и легко обращаемыми. И хотя при их покупке-продаже сделка не могла быть анонимной (её участники обязаны были появиться в банке), процесс передачи акций был простым, быстрым и сравнительно недорогим – за каждую сделку банк брал комиссию в размере 5 шиллингов (0,25 фунта). С 1694 г. оборот акций на рынке устойчиво рос от 400 сделок в 1694 г. до более 2000 сделок с 1697 г. и более 3000 в 1700 г.¹⁵³

Так Банк Англии оказался гораздо более важным финансовым институтом, чем можно было предполагать при его основании. Тогда многие считали, что он будет всего лишь повторением Амстердамского банка, но Банк Англии взял на себя гораздо больше функций центрального банка. Он не только предоставлял платёжные услуги купцам, но и начал регулировать всё денежное обращение за счёт эмис-

¹⁵⁰ Dickson P. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756* / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 48–49.

¹⁵¹ В это время парламент обязался не давать разрешений на учреждение других банков. Капитал Банка Англии был увеличен на 1 млн фунтов, а вся его собственность освобождалась от налогов.

¹⁵² Если корабли задерживались, что было обычным делом при плаваниях в отдалённые части мира, среди инвесторов распространялись слухи о возможных проблемах с товарами, а курсы акций падали. Так было, в частности, 29 апреля 1696 г. с акциями East India Company, курс которых снизился до 54 фунтов при номинале 100 фунтов. Когда 13 мая в одной из лондонских газет, Protestant Mercury, появилось сообщение, что корабли скоро должны прибыть, курс сразу вырос до 58 фунтов. После того, как 21 мая корабли прибыли в порт, по сообщениям газеты Flying Post курс акций сразу достиг 67 фунтов.

¹⁵³ Murphy A. *The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble* / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 62.

сии банкнот, использование которых всё больше расширялось. Кроме того, Банк Англии получил право учитывать предоставленные ему векселя до наступления срока платежа, расплачиваясь по ним банкнотами.

Однако со временем финансовое положение банка стало нестабильным, несмотря на его монополию на эмиссию банкнот и привилегированное положение в качестве «банка правительства». В 1797 году банку даже пришлось приостановить платежи и ограничить кредиты, объявив о временной неконвертируемости банкнот. Эта сторона истории Банка Англии показывает, насколько опасным может быть явный или неявный альянс банкиров и правительства.

Возникновение рынка государственных облигаций

После «финансовой революции» 1688 г. государственный долг был секьюритизирован и принял форму долгосрочных ценных бумаг, способных легко передаваться и обращаться на рынке. Степень радикальности этой финансовой инновации сегодня, спустя века, трудно в полной мере оценить. Сама идея выпустить для покрытия государственного долга облигации, обращавшиеся на рынке, продолжала традиции Венецианской республики, где (вероятно, впервые в истории) также выпускались подобные облигации. Но обстоятельством ещё более важным, чем решение о выпуске облигаций, стала готовность инвесторов вкладывать свои капиталы в эти облигации. Такой готовности в XVII веке не существовало в большинстве стран Европы, не говоря уже о странах Азии¹⁵⁴.

Тот факт, что государственный долг был теперь воплощен в высоконадежных облигациях, сыграл решающую роль в формировании английского рынка ценных бумаг. После того, как обязательства по выкупу части секьюритизиро-

¹⁵⁴ Хотя считается, что в азиатских странах, несмотря на хорошо развитую торговлю с многовековыми традициями, недостаточной была защита прав собственности, скорее всего дело было не в этом. Купцы из стран Азии нередко давали деньги в долг другим предпринимателям и правящим элитам, но там не смогла возникнуть идея инвестирования капитала в публичные и обращающиеся на рынке финансовые инструменты. Главная причина этого была в том, что исламское право, для которого неприемлема была сама идея юридического лица, препятствовало созданию акционерных обществ. Так началось то принципиальное расхождение между европейскими и неевропейскими экономическими системами, которое дало европейцам во время индустриальной революции столь явные преимущества.

ванного государственного долга взяли такие крупные привилегированные компании как Ост-Индская и Компания Южного моря, начал формироваться вторичный рынок долгосрочных ценных бумаг. В 1693 г. парламентом были введены законодательные гарантии по государственным облигациям.

А в 1704 г. по примеру Нидерландов все государственные долговые бумаги стали передаваемыми. Так была заложена основа для их обращения, и с конца XVII века в Англии возник рынок этих бумаг. Однако на практике продать государственные долговые бумаги было почти невозможно – в смысле обращаемости акции имели явное преимущество. Даже в случае смены владельца облигаций проценты по ним продолжали поступать их первоначальному держателю. Несмотря на всё это облигационный рынок быстро рос¹⁵⁵.

В 1737 г. владельцев государственных ценных бумаг было уже около 25 000 (при общем населении Англии 10 млн человек), в большинстве своём – жители Лондона. Изменился и социальный состав инвесторов – значительную их часть составляли вдовы, одинокие женщины, сироты и прочие лица, не имевшие никакого отношения к торговле и предпринимательству.

Английские государственные бумаги пользовались хорошим спросом в Нидерландах. В отличие от аннуитетов, прибыль по этим бумагам была свободна от налогообложения, что привлекало голландских инвесторов. Для многих торговых компаний (особенно тех, кто был связан с Англией) английские государственные ценные бумаги также были выгодным инструментом для вложения прибыли. Нередко инвесторы из Нидерландов вкладывали в британские облигации доход, полученный от голландских ценных бумаг. Так к середине XVIII в. амстердамский и лондонский рынки ценных бумаг оказались тесно связанными – голландские инвесторы имели свободные капиталы, Англия предлагала им выгодные инструменты для вложения этих капиталов.

¹⁵⁵ С 1704 по 1708 г. государственные займы выпускались ежегодно. Обычно они имели форму аннуитетов сроком на 99 лет, их было выпущено на общую сумму 8 млн фунтов. Доходность этих ценных бумаг постепенно снижалась с 6,6% в 1704 г. до 6,25% в 1708 г. Наиболее крупным был заём, выпущенный 16 февраля 1706 г. на 2,855 млн фунтов. В январе 1710 г. был выпущен лотерейный заём на 1,5 млн фунтов, а в марте этого же года размещены 9% аннуитеты на сумму 0,9 млн. В 1711–1712 гг. было выпущено четыре лотерейных займа на сумму 7,1 млн фунтов (Dickson P. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756* / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 60–61, 63, 73).

Поэтому и спекулятивные операции с английскими бумагами в Амстердаме были распространены гораздо больше, чем с нидерландскими.

Современники иногда говорили что, голландцы скупили 20—25% облигаций английского государственного долга, хотя это было преувеличением. Исаак де Пинто, известный голландский финансист, с уверенностью утверждал в 1771 г., что голландцы владели не более чем одной восьмой (12,5%) английских государственных бумаг. Он не видел никакой проблемы в том, что государственные бумаги приобретали инвесторы из других стран, считая, что именно это обогатило Англию.

Среди английских государственных ценных бумаг преобладали высоколиквидные облигации. Именно на них был устойчивый спрос инвесторов из Амстердама, и эти 3% и 5% облигации стали одними из наиболее надежных государственных ценных бумаг. Значительная их часть распространялась через Амстердамскую биржу. А в 1749 г. сэр Генри Пелэм основал Консолидированный фонд (Consolidated Fund) с целью унифицировать все государственные долги королевской династии Стюартов. С названием этого фонда было связано и название английских государственных облигаций – консоли (consols)¹⁵⁶.

К концу XVIII века консоли выпускались в двух разновидностях, доход по которым составлял 3% и 5%. Срока погашения эти облигации не имели, хотя государство могло выкупать их по рыночной цене не ниже номинальной (100 фунтов). Рыночная цена колебалась в зависимости от обстоятельств. В январе 1796 г. она была равна 101 фунту, и при такой цене 5% облигация давала ежегодный доход 4,95%.

Курс консолей не был стабильным, особенно в то время, когда началось возвышение Наполеона, и на два десятилетия Европа погрузилась в период войн. Цены консолей всё больше и больше падали, снизившись в конечном счете на 30%. Несмотря на это, консоли оставались высоколиквидными бумагами, надежность которых ни у кого не вызывала сомнения. Эти облигации образовали основу рынка ценных бумаг и пользовались неизменным спросом не только у английских инвесторов, но и у иностранных. Так британские консоли стали, пожалуй,

¹⁵⁶ Англ. consol – сокращение от consolidated debt (стандартизированное долговое обязательство, воплощенное в ценных бумагах).

наиболее успешной и знаменитой государственной облигацией в истории.

Корпоративные облигации

После 1688 г. облигационные займы начали выпускать английские компании. Общий объем облигационных займов «старой» Ост-Индской компании с 1688 по 1709 г. вырос с 270 тыс. до 1,1 млн фунтов (номинальный капитал компании в это время составлял 1,5 млн фунтов). К 1744 г. объем облигационных займов «новой» объединённой Ост-Индской компании вырос до 3,5 млн фунтов (номинальный капитал компании также вырос до 3,2 млн фунтов). Компания Южного моря начала выпускать облигационные займы с 1712 г. для организации торговли с Южной Америкой и к 1720 г. их объем достиг 3 млн фунтов. Использовали облигационные займы и другие акционерные компании. Номинал корпоративных облигаций чаще всего был 100 фунтов, однако некоторые облигации Компании Южного моря имели номинал 200, 300, 500 и 600 фунтов.

Инновации во время финансовой революции

Широко распространено мнение, что все инновации в сфере государственных займов были разработаны в Нидерландах и принесены в Англию в 1688 г., когда королем стал нидерландский принц Вильгельм Оранский¹⁵⁷. В действительности эта история была не такой однозначной. Хотя в Англии относились к голландской экономике с завистью и восхищением, и безусловно эти инновации перенимались, в Лондоне не было недостатка в своих собственных новаторских идеях, в том числе и в отношении реорганизации государственных финансов. Другое дело, что эти идеи далеко не всегда исполнялись во второй половине XVII в. События «Славной революции» 1688 г., а также Девятилетняя война стали толчком, ускорившим многие процессы в преобразовании финансовой системы, в том числе и превращение королевского долга в государственный долг. Характерным примером того, что в Англии пошли своим путем, было уч-

¹⁵⁷ Такая точка зрения встречается у многих авторов. См. например: Tracy J. A Financial Revolution in Habsburg Netherlands: Renten and Renteniers in the County of Holland, 1515–1565 / J. Tracy. – Berkeley: University of California Press, 1985. – P. 213.

реждение Банка Англии. Очевидно, что он не копировал Амстердамский банк хотя бы уже потому, что Банк Англии изначально создавался для того, чтобы предоставлять займы государству.

Аналогично английская Новая Ост-Индская компания (New East India Company), учрежденная в 1698 г., создавалась не по образцу голландской Ост-Индской компании. Разрешение на учреждение New East India Company было дано при условии, что компания предоставит государству заём 700 тыс. фунтов под 4% годовых, за что государство будет в дальнейшем поддерживать монополию компании. После учреждения компании, когда от продажи акций поступило 2 млн фунтов, часть этой суммы была использована на обещанный заём государству¹⁵⁸.

Наиболее инновационной английской стратегией было привлечение капиталов (по сути – также для займа государству) с помощью лотереи Million Adventure Lottery. Сами по себе лотереи (говоря иными словами, выигрышные займы) появились гораздо раньше. Первая из известных лотерей была выпущена в Бургундии в 1420 г., в XVI веке они применялись в Германии, Франции и Флоренции. Однако в Нидерландах лотереи использовали для благотворительных целей и в торговле товарами, а не для государственных займов. Так что идея государственной лотереи была сугубо английской. В 1567–1568 г. подобный эксперимент уже проводился, хотя оказался не очень удачным – лотерейные билеты стоимостью 10 шиллингов¹⁵⁹ были по тем временами слишком дорогими и спроса на них не было.

Появление финансовой прессы

Для оценки потенциальных выгод и рисков инвесторам всегда необходима была свежая и достоверная финансовая информация. На средневековых ярмарках и в итальянских городах-государствах такая информация поступала через

¹⁵⁸ Scott W. The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720 / W. Scott. – Vol 1–3. Vol. 2. – London: Cambridge University Press, 1911. – P. 163–167.

¹⁵⁹ Шиллинг – старая английская монета, 1 фунт был равен 20 шиллингам. Лотерейный билет стоил 0,5 фунта, что в XVI веке считалось дорогим удовольствием. Чиновник получал в среднем 10 фунтов в год – менее 1 фунта в месяц. Чтобы купить лотерейный билет, ему нужно было потратить половину своего месячного дохода.

личное общение. В XVII веке сначала в Нидерландах, а потом и в Англии источником этой информации стала пресса.

Финансовая революция совпала по времени с периодом быстрого расцвета английских газет, начавшегося после принятия в 1695 г. Лицензионного акта (Licensing Act), определявшего порядок учреждения новых печатных изданий. Бурные события XVII века в Англии, революция и войны Кромвеля подогревали интерес всех слоёв английского общества к новостям. А повышение общего уровня грамотности давало возможность воспринимать эту информацию в печатном виде¹⁶⁰.

Впрочем, первые газеты могли предоставить весьма ограниченную финансовую информацию. До 1695 г. единственной лицензированной газетой была London Gazette, издававшаяся на одном листе. Её содержание контролировалось правительством, а новости казались международной политики. Внутренним новостям уделялось мало внимания, да и сами эти новости состояли преимущественно из сообщений о потерявшихся породистых собаках и лошадях. Три новых газеты, появившихся после 1695 г. (Flying Post, Post Boy, Post Man) были примерно такого же содержания. Во всех этих газетах почти не было сообщений, касавшихся экономических и финансовых вопросов – видимо, их корреспонденты не осознавали потребность инвесторов в такой информации и считали её мало кому интересной. Так, в ноябре 1692 г. London Gazette сообщала о том, что Linen Company успешно продала в ноябре месяце 10 000 кусков белого льна, но даже не упоминала о том, что рост продаж вызвал повышение курсов акций компании, одной из самых популярных среди инвесторов¹⁶¹. Примерно в таком же поверхностном духе описывалось в июне – июле 1694 г. учреждение банка Англии. В марте 1699 г. газета Post Man сообщала о том, что семь членов старой Ост-Индской компании и столько же представителей новой Ост-Индской компании впервые встретились, чтобы обсудить объединение компаний¹⁶². Никакими выводами о том, какое это имеет значение для инвесторов и как может повлиять на курсы акций двух

¹⁶⁰ В начале XVII века в Англии читать умели 45% мужчин и 25% женщин, хотя в Лондоне уровень грамотности был гораздо выше (Raymond J. The Newspaper, Public Opinion and the Public Sphere in the Seventeenth Century / J. Raymond // News, Newspaper and Society in Early Modern Britain [Ed. J. Raymond]. – L.: F. Cass, 1999. – P. 109).

¹⁶¹ London Gazette. – 1692. – 13–17 Oct.

¹⁶² Post Man. – 1699. – 21–23 Mar.

компаний, эта новость не сопровождалась. Для того, чтобы сформировалась определённая культура подачи финансовой информации, необходимо было время, и в 1690-е годы этой культуры ещё не было.

Хотя лондонские газеты конца XVII века почти не публиковали информацию, непосредственно полезную для активных инвесторов, косвенно они всё же пропагандировали финансовые услуги и продукты. Так, рекламное описание Million Adventure Lottery занимало первые две колонки двух апрельских номеров London Gazette¹⁶³, а сообщение о начале подписки на акции Банка Англии было опубликовано на первой колонке в начале мая 1694 г.¹⁶⁴ Другие сообщения, хотя и были краткими, упоминали кофейни и таверны, в которых собирались брокеры и джобберы и где можно было получить всю дополнительную информацию. Те, кто хотел продать, купить, взять или дать в долг различные акции, могли обращаться, например, «в кофейню Джека, расположенную на северо-восточном углу Exchange Alley»¹⁶⁵.

Ещё одним источником финансовой информации были регулярно публиковавшиеся прайс-листы. До начала первого акционерного бума в 1690-е годы издавалось два таких прайс-листа, посвященных преимущественно ценам на товары: The Prices of Merchandise in London и Whiston's Merchants Weekly Remembrancer of the Present-Money-Prices of their Goods Ashoar in London. Кроме цен на товары в этих прайс-листах были курсы акций East India Company, Hudson's Bay Company и Royal African Company. Однако первый акционерный бум начала 1690-х не нашёл отражения в этих прайс-листах.

Более интересным был бюллетень Джона Хатона (John Naughton) – A Collection for Improvement of Husbandry and Trade (1681–1684; 1692–1703), где регулярно публиковались курсы акций восьми компаний – East India, Royal African, Hudson's Bay, Paper Company, Linen Company, Copper Company, Glass Company, Company for Recovering Treasure from Wreck off Broadhaven. В апреле 1692 г. количество компаний возросло до 14, в мае 1694 г. – до 16.

Кроме цен на акции Джон Хатон помещал курсы обмена валют, а также серии очерков о механизмах финансового рынка, об операциях с акциями и т.п. Впрочем, публикации

¹⁶³ London Gazette. – 1694. – 19–23 Apr., 23–26 Apr.

¹⁶⁴ London Gazette. – 1694. – 7–11 June.

¹⁶⁵ Post Man. – 1701. – 12–16 Aug.

Дж. Хатона в большей мере отражали его собственные интересы, чем реальные потребности рынка. Так, в 1694 г., когда акционерный бум уже пошел на спад, курсы акций стали снижаться и активность рынка стихала, Хатон расширил перечень компаний, курсы акций которых он публиковал. О Million Adventure Lottery Хатон лишь кратко упомянул. Хотя эта лотерея привлекла всеобщее внимание инвесторов, видимо самого Хатона она не заинтересовала. А в июле 1694 г., рассуждая о преимуществах акций, он вообще не говорил об учреждении Банка Англии, хотя выпуск акций этого банка стал событием.

С возникновением рынка государственных облигаций появилась необходимость более подробно информировать инвесторов об этих бумагах. В октябре 1694 г. начал издаваться информационный бюллетень Proctor's Price Current (подписка на него стоила 20 шиллингов в год), где публиковалось гораздо больше финансовой информации. В бюллетене можно было найти цены на товары, курсы обмена валют в Амстердаме и Лондоне, цены на золото и серебро, а также курсы государственных облигаций и акций компаний East India, Royal African и Hudson's Bay. Публиковались там и цены лотерейных билетов Million Adventure. Финансовая информация в Proctor's Price Current была приоритетной, она размещалась на первой странице.

С конца 1697 г. финансовый брокер Джон Кэстеинг (John Castaing) начал издавать свой бюллетень The Course of the Exchange and the Other Things. Бюллетень издавался два раза в неделю, и при цене годовой подписки 10 шиллингов он был заметно дешевле, чем другие источники подобной информации. В бюллетене приводились цены на государственные облигации, а также на товары и акции основных компаний.

Регулярность издания и систематичность информации делали этот бюллетень ценным даже для самых активных инвесторов, которые регулярно бывали в кофейнях Jonathan's Coffee House или Garraway's и могли там получить всю эту информацию, не говоря уже о тех инвесторах, которые не имели непосредственного доступа к лондонскому финансовому рынку.

В конце XVII века появились новые, ещё более подробные периодические издания с финансовой информацией. Так, ежедневный бюллетень The New State of Europe Or a True Account of Public Transactions and Learning публиковал курсы акций всех основных компаний, данные о которых

собирались каждый день в одно и то же время. Появились разделы с ценами акций и в более старых газетах Post Man и Post Boy.

Сети обмена информацией

Появление финансовой прессы отчасти ликвидировало дефицит информации, хотя и не полностью. Активные инвесторы не только нуждались в более свежей информации, чем предоставляли информационные бюллетени и газеты (ведь информация могла изменяться на рынке ценных бумаг в любой момент), но и в более подробных сведениях, чем опубликованные в прессе.

Сами по себе данные о курсах ценных бумаг без общего контекста истории компании, её текущего состояния и перспектив в будущем были бесполезны для активных инвесторов. Им необходим был доступ к информационной сети, состоявшей в то время кроме газет и бюллетеней из деловой переписки и, главным образом, из личных контактов, возникших на Лондонской бирже и в многочисленных кофейнях в деловом центре города.

Иосиф де ла Вега написал в 1688 г. известные слова, что положение дел на финансовом рынке зависело от трех вещей: новостей из Индии, европейской политики и настроения на бирже¹⁶⁶. Однако из-за спекулятивной игры на бирже часто ценность любых новостей снижалась, поскольку трудно было предвидеть, как именно биржа отреагирует на эти новости.

То же самое можно сказать и о лондонском рынке ценных бумаг, который был разнообразнее, чем амстердамский, а экономика и политика в Англии были гораздо больше переплетены. Богатые лондонские купцы стали основным источником капиталов для государства, а крупнейшие акционерные компании (Банк Англии и Ост-Индская компания) были тесно связаны с правящей элитой.

Лондон, благодаря своему удачному расположению, притягивал свежую информацию со всех концов света. В этот крупнейший в Англии порт прибывали корабли из разных стран, а вместе с ними не только товары, но и люди,

¹⁶⁶ Vega J., de la. Confusion de Confusiones. Portions Descriptive of the Amsterdam Stock Exchange / J. de. La Vega [Ed. & Transl. H. Kellenbenz]. – Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1957. – P. 9.

приносившие с собой свежие новости. Информация стекалась в Лондон и через деловую переписку – в то время было обычной практикой включать в письма коммерческого содержания сообщения о последних событиях и цены на основные товары и услуги. Так создавалась целая сеть обмена информацией – сеть, которой в дальнейшем было суждено сыграть столь важную роль в превращении Лондона в финансовый центр мира.

В то время для совершения сделок в большинстве случаев инвесторы должны были лично присутствовать при этом, чтобы поставить свою подпись в книге регистрации передачи акций или облигаций. Поэтому инвесторам необходимо было прибыть в финансовый центр Лондона – Сити. Деловые встречи происходили обычно в районе улицы Exchange Alley. Неподалеку находились биржа, Банк Англии, офис Ост-Индской компании, а также все основные кофейни, в которых собирались брокеры и джобберы.

Центром всего этого пространства была, конечно же, биржа – Royal Exchange. Там можно было получить всю необходимую информацию и установить деловые связи. Биржа как центр обмена информацией дополнялась знаменитыми лондонскими кофейнями, где посетители могли за чашкой кофе полистать газеты, информационные бюллетени и прайс-листы. Однако наиболее важная (и самая свежая) информация поступала из устных разговоров с брокерами и джобберами.

Непосвященному было бы трудно понять эти разговоры – брокеры и джобберы выработали свой профессиональный жаргон, в котором акции разных компаний назывались условными именами. Иногда современникам казалось, что эти разговоры напоминали загадочные ритуалы религиозной секты. Дефо, хорошо знавший мир брокеров и джобберов и сам потерявший деньги на бирже, смотрел на их непонятные разговоры куда более прозаично, считая, что все это не более чем средства маскировки мошенников, единственная цель которых – вытянуть деньги из обычных граждан¹⁶⁷.

¹⁶⁷ Defoe D. The Villainy of Stock-Jobbers Detected, and the Causes of the Late Run Upon the Bank and Bankers Discovered and Considered / D. Defoe. – London, 1701 (reprint – General Books LLC, 2010). – P. 22.

Брокеры и джобберы

Брокеры были посредниками, помогавшими за комиссионные покупателю товара (или ценных бумаг) найти наиболее подходящего продавца. Задача брокера состояла в том, чтобы организовать сделки для клиентов; при этом брокер не вкладывал свои деньги. В поисках наибольшей выгоды их деятельность превратилась в азартную игру, проводившуюся с разнообразными уловками и интригами (намеренная игра на повышение или понижение стоимости акций; использование подставных продавцов и покупателей ценных бумаг и т. п.). Таких брокеров, ставших профессиональными торговцами ценными бумагами, начали называть джобберами.

Джоббер¹⁶⁸ мог быть посредником между брокерами, но чаще всего он оказывался посредником между клиентами. Деятельность джобберов напоминала то, что делали брокеры, выполнявшие операции по поручению своих клиентов и получавшие за это комиссионные. Однако современники четко разделяли брокеров и джобберов. Брокер получал комиссионные за то, что сводил вместе двух участников операции. Поэтому он не имел права заниматься собственными операциями, вкладывая в них свои деньги. Джобберы вкладывали собственные деньги в операции, их прибыль зависела не от комиссионных, а от курсовой разницы между стоимостью покупки и продажи бумаг. В отличие от брокера, джоббер брал на себя гораздо больший риск: если он покупал бумаги в расчете на их рост и будущую прибыль, а в действительности бумаги не росли и у джоббера возникали убытки, то это были его проблемы, а не клиента.

Джобберов интересовала краткосрочная выгода в отличие от инвесторов, стремившихся к долгосрочному доходу. Поэтому отношение к джобберам было негативным, их считали спекулянтами, а их деятельность – бесполезной для экономики. До появления толерантного отношения к джобберам как к биржевым игрокам и предпринимателям, занимающимся финансовым бизнесом, должно было пройти ещё много времени.

В 1690-е годы джобберов было ещё не так много. Даниэль Дефо в одном из своих памфлетов приводил список из 57 лиц, бывших выходцами из низших слоёв общества и бы-

¹⁶⁸ От англ. *jobber* – человек, занимающийся случайной работой; *jobbing* – спекуляция ценными бумагами.

стро разбогатевших за десять лет¹⁶⁹. Однако с уверенностью говорить о том, что они разбогатели именно на операциях с акциями, мы сегодня не можем. В середине 1690-х годов из примерно 1500 владельцев акций Банка Англии только 20 человек совершали сделки с ними более 12 раз на протяжении года¹⁷⁰. Можно предполагать, что они имели отношение к джобберами. В 1720 г. картина была похожей – 58% владельцев акций участвовали в операциях не более одного раза в год, и только 15 человек проводили операции более 30 раз. Наиболее активным был ювелир Уильям Шеппард (William Sheppard), совершивший за год 275 операций покупки акций и 368 – продажи¹⁷¹. Учетные книги Ост-Индской компании не полностью сохранились и трудно сделать выводы о количестве активных участников рынка ценных бумаг среди инвесторов этой компании. В более мелких компаниях Estcourt`s Lead Mine и Hudson`s Bay Company их доля была примерно на таком же уровне, как в Банке Англии¹⁷².

Большинство джобберов занимались операциями со всеми доступными инвестиционными инструментами, с помощью которых можно было получить прибыль (государственными облигациями, акциями основных компаний, аннуитетами, лотерейными билетами)¹⁷³. Джобберы быстро поня-

¹⁶⁹ Defoe D. The Villainy of Stock-Jobbers Detected, and the Causes of the Late Run Upon the Bank and Bankers Discovered and Considered / D. Defoe. – London, 1701 (reprint – General Books LLC, 2010). – P. 26.

¹⁷⁰ Половина владельцев акций не совершали с ними никаких сделок; 354 человек участвовали в операциях с акциями банка один раз в год. Хотя 277 человек проводили операции покупки-продажи от 2 до 5 раз в год, они не были биржевыми игроками – такого количества операций недостаточно, чтобы получить на них заметную прибыль (Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 161–162).

¹⁷¹ Carlos A. The Micro-Foundations of the Early London Capital Market: Bank of England Shareholders During and After the South Sea Bubble / A. Carlos, L. Neal // Economic History Review. – 2006. – №59. – P. 511–512.

¹⁷² В компании Estcourt`s Lead Mine в 1693 г. 27 инвесторов проводили операции с акциями один раз в год, 33 инвестора 2–5 раз; 1 инвестор 6–10 раз, и 5 инвесторов 10–20 раз, совершив 74 транзакции. Видимо, только эти 5 инвесторов и были теми, кого можно было назвать джобберами. Похожая картина была и в Hudson`s Bay Company, где 26 инвесторов проводили операции раз в год, 32 инвестора – 2–5 раз, 2 – от 6 до 10 раз, и лишь 2 – от 10 до 20 раз, совершив 37 транзакций (Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 163).

¹⁷³ Среди наиболее известных джобберов конца XVII века были Уильям Шеппард (William Sheppard), Пезант Крисп (Phesaunt Crisp), Бенджамин Леви (Benjamin Levy), Мозес Барроу (Moses Barrow), Александр Гэйвн (Alexander Gawne), Исаак Фернандес Нунс (Isaac Fernandes Nuns), Питер

ли, что они могут манипулировать рынком для достижения своих целей.

Характерным примером такого манипулирования была история компании *Estcourt's Lead Mine* из Северного Уэльса. В 1692 г. хозяин компании сэр Томас Гросвенор (Thomas Grosvenor) передал права на компанию своему родственнику, лондонскому джобберу Пинеасу Боулсу (Phineas Bowles), а также Джону Бланту (John Blunt), джобберу и двоюродному брату Чарльза Бланта (Charles Blunt) из *South Sea Company*. Боулс и Блант вместе с известным спекулянтом тех лет Томасом Эсткортом (Thomas Estcourt) учредили акционерную компанию *Estcourt's Lead Mine*, номинально руководимую Джоном Летельером (John Lethieullier). Компания начала деятельность в 1693 г., когда акционерный бум уже шёл на убыль. Начальный капитал компании точно не известен, но можно предполагать, что было выпущено в обращение около 500 акций с номиналом 25 фунтов. Большую часть 1693 г. акции не пользовались спросом – их биржевая цена составляла 8–12 фунтов. Дальнейшая динамика цен на акции показывает, что компания создавалась со спекулятивными целями. Её владельцы начали игру на повышение, скупая акции своей же компании. Это дало результат – в декабре 1693 г. цена акций выросла до 20 фунтов, в середине января 1694 г. – до 25 фунтов, 22 января – до 35 фунтов, 26 января – до 100 фунтов, в апреле – до 150 фунтов. Вскоре после этого компания была поглощена *Royal Mines Copper Company*¹⁷⁴. Это был не единственный случай в конце XVII века, когда джобберы пытались манипулировать рынком ценных бумаг. А во время бума *South Sea Company* эта практика стала обычным делом.

Однако мнение современников (в том числе и Д. Дефо), что джобберы полностью контролируют финансовый рынок Лондона и наживают на этом огромные состояния, было преувеличением. Хотя организованные группы спекулянтов действительно могли манипулировать курсами на рынке ценных бумаг, для большинства джобберов доходы от операций с акциями были не настолько высокими (а само

Энрикес (Peter Henriques) и др. Наиболее активным из них был Уильям Шеппард, пока в ноябре 1702 г. в *London Gazette* не появилось сообщение, что Шеппард со своими партнерами Джозефом Брэггом (Joseph Bragg) и Джоном Шеппардом (John Sheppard) объявили себя банкротами (*London Gazette*. – 1702. – 30 Nov.)

¹⁷⁴ Lewis W. *Lead Mining in Wales* / W. Lewis. – Cardiff: University of Wales Press, 1967. – P. 9.

количество этих операций – не таким уж большим), чтобы на этом можно было нажить огромные состояния. Эти джобберы явно имели иные доходы, занимаясь не только операциями с акциями, но и другим бизнесом.

Инвесторы

Кем были первые инвесторы, участвовавшие в финансовой революции конца XVII века? Распространено мнение, что это были преимущественно банкиры и финансисты, а также крупные купцы и землевладельцы, жившие в основном в Лондоне либо в его окрестностях – «лондонская буржуазия». Представители других социальных групп во времена финансовой революции участвовали в инвестиционной деятельности лишь эпизодически¹⁷⁵.

Так ли это было на самом деле? Казалось бы, проще всего ответить на этот вопрос, проанализировав данные о том, кто был владельцем акций или государственных облигаций по сохранившимся учетным книгам Банка Англии и других компаний. Однако в действительности ценные бумаги нередко покупались (по тем или иным причинам) при помощи доверенных лиц. Поэтому выяснить, кто именно был их реальным владельцем, не всегда возможно.

В книгах Банка Англии инвесторы, совершавшие сделки с акциями, обычно не указывали точно свои адреса. Чаще всего они писали «из Лондона». Так же трудно определить их социальный статус. Многие называли себя просто «джентльмен», другие указывали торговлю как род деятельности. Однако были ли они владельцами маленького магазина, или совершали крупные операции в международной торговле, не уточнялось. Ещё труднее было определить принадлежность к слою рантье, тем более что во времена финансовой революции этот слой только зарождался, а большинство предпринимателей имели разные источники дохода, в том числе и прибыль от ценных бумаг.

Однако кое-какие данные о социальном составе инвесторов архивы Банка Англии все же дают. В конце 1690-х годов среди владельцев акций банка (выпущенных на сумму 1,2 млн фунтов) 70% были элитой лондонского Сити. Они

¹⁷⁵ Cain P. *British Imperialism, 1688–2000* / P. Cain, A. Hopkins. – Harlow: Longman, 2002. – P. 73.

называли себя «джентльменами», «эсквайрами»¹⁷⁶ и «купцами»¹⁷⁷. Более разнообразным был состав инвесторов, вложивших свои капиталы в акции Ост-Индской компании. Хотя в книгах компании не всегда указывался социальный статус инвестора, в 1688 г. он был известен для 207 инвесторов и 511. Из них 68 называли себя «эсквайр», 56 – просто «мужчина», 4 – «джентльмен». Среди остальных инвесторов было 9 врачей, 2 купца, клерки и др.¹⁷⁸.

Действительно, инвесторы принадлежали к тому социальному слою, который можно назвать лондонской буржуазией. Много ли было таких инвесторов во времена финансовой революции? По приблизительным оценкам количество лиц, участвовавших в подписке на государственные облигации, аннуитеты и акции Банка Англии и других основных компаний было не менее 5 000¹⁷⁹. Это и были творцы финансовой революции конца XVII века.

История South Sea Company

South Sea Company и политика

В начале XVIII века, когда британское влияние в международной торговле значительно усилилось, в Англии было уже более сорока колониальных компаний. Их распространение создало ажиотаж вокруг спекуляции акциями, особенно активной в начале XVIII века, когда начался новый акционерный бум. В нём принимали участие представители

¹⁷⁶ Эсквайр – мелкий дворянин, обычно государственный служащий.

¹⁷⁷ Из 1268 инвесторов больше всего было купцов (merchants) – 15,9%, на втором месте были «эсквайры» (esquires) – 15%, затем шли «джентльмены» – 13,25%; «торговцы» (retailing) – 11,7%; «профессионалы» (professionals) – 8,9%; «титованные аристократы» (titled aristocrats) – 4,9%. Больше всего инвесторов было владельцами пакетов из 5 акций Банка Англии на сумму 500 фунтов (368 инвесторов) и пакетов от 1 до 5 акций на сумму от 100 до 500 фунтов (251). Одной акцией на сумму 100 фунтов владели 200 инвесторов. Пакетом стоимостью от 1000 до 2000 тыс. фунтов владели 197 инвесторов, от 500 до 1000 – 61 инвестор. Остальные инвесторы (191) владели пакетами стоимостью более 2000 фунтов (Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 149–150).

¹⁷⁸ Davies K. Joint-Stock Investment in the Later Seventeenth Century / K. Davies // Economic History Review. – 1952. – №4. – P. 299–300.

¹⁷⁹ Dickson P. The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756 / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 254.

аристократии, в том числе принц Уэльский (он даже получил прозвище Prince Wales Bubble).

В 1710 г. Банку Англии была предоставлена монополия на выпуск бумажных денег. Другие банки были лишены этого права, что придавало Банку Англии всё больше черт центрального банка. Став монополистом, он снизил прибыль по своим ценным бумагам до 5%. Однако банк в это время ещё не был настолько популярным и надёжным, чтобы инвесторы молча смирились с этим фактом и не попытались найти более выгодных путей вложения своего капитала.

Такой путь вскоре появился, и он был связан с Компанией Южного моря¹⁸⁰ (South Sea Company), основанной в 1711 г. В первые годы своего существования она не совершила ничего выдающегося и была мало известна. Компания привлекла к себе внимание, когда от неё поступило предложение выкупить весь государственный долг за счёт прибыли от продажи акций. Этим она тесно связала себя с правительством, и когда началась продажа акций, их цена быстро поднялась со 125 до 2000 фунтов. Начался грандиозный бум – знаменитый South Sea Bubble. Хотя это был лишь один из многих спекулятивных пузырей, распространившихся в Англии в эти годы, по масштабам и по следу, оставленному в истории, он превосходил все остальные английские бумы и крахи.

За несколько лет до начала общего спекулятивного ажиотажа на британском троне стала править новая ганноверская династия германского происхождения. Роль парламента продолжала расти, и власть короля ограничились ещё больше. В это время Великобритания, объединившая Англию и Шотландию, была единственной европейской страной, имевшей действующий парламент, политические партии и вполне свободную прессу. Всё это придавало спекулятивным скандалам 1720-х годов политическую окраску, делая их частью борьбы различных политических группировок.

¹⁸⁰ «Южным морем» называли тогда южную часть Атлантики, омывавшую берега Южной Америки, колонизированной испанцами. Вскоре это название Южной Атлантики было забыто и практически вышло из употребления, оставшись только на старых картах. Поэтому нередко название компании переводят как «Компания Южных морей», внося этим путаницу, так как «Южными морями» во второй половине XVIII века и в начале XIX в. в Англии называли часть Тихого океана в районе Полинезии.

Учреждение компании

South Sea Company была учреждена в 1711 году группой состоятельных банкиров и купцов, занимавшихся международной торговлей. Компания изначально создавалась по инициативе консервативной партии тори, чтобы участвовать в финансировании государственных военных расходов. Для этого и был разработан масштабный план постепенного выкупа английского государственного долга.

Основным акционером South Sea Company был Sword Bank, учрежденный компанией Sword Blade Company¹⁸¹. Эту компанию контролировал финансист Джон Блант, он же стал основным учредителем South Sea Company. Блант ничем не был похож на Джона Ло, ни внешне, ни по характеру – солидный крупный мужчина, он не был авантюристом, как Ло, но цели их были похожи: богатство и власть¹⁸². Похожими были и сами истории двух грандиозных проектов – South Sea Company в Лондоне и Mississippi Bubble в Париже.

Двумя другими соучредителями были Джордж Касвэлл, лондонский финансист и брокер, а также Роберт Харли, министр финансов. Харли, основной покровитель компании со стороны правительства, был лидером консервативной партии тори. Основание South Sea Company компании в значительной мере было частью политической борьбы Харли против своих оппонентов – либеральной партии вигов, поддерживавших Банк Англии.

Первоначально Харли планировал получить контроль над Банком Англии через голосование на общем собрании акционеров. Харли предполагал, что виги, имевшие больше акций банка, не придут на собрание. Но о его планах стало известно герцогине Мальборо, влиятельной персоне в партии вигов. Благодаря её активности виги преобладали на собрании акционеров и план Харли не удался. Тогда у него созрело решение учредить компанию, которая могла бы стать достойным противником Банка Англии.

¹⁸¹ История Sword Blade Company начиналась с производства мечей. Затем сфера деятельности компании расширилась и она превратилась в крупный земельный банк, предоставлявший займы правительству.

¹⁸² К моменту учреждения компании Блант был состоятельным человеком – он разбогател на постройке лондонского водопровода, на производстве льна и других проектах.

План погашения государственного долга

В 1711 г. Sword Bank занялся размещением государственных облигаций выигрышного займа (в то время их называли лотерейными билетами, так как кроме фиксированного процента прибыли по облигациям по ним разыгрывались призы). Подписка на выигрышный заём прошла успешно, и банк собрал 5,3 млн фунтов. Именно в Sword Bank возникла грандиозная идея – создать торгово-финансовую компанию, которая возьмет на себя обслуживание и погашение части государственного долга на сумму 10 млн фунтов¹⁸³. Замысел состоял в том, что компания будет принимать государственные облигации, выдавая взамен свои акции, курсовая стоимость которых теоретически могла со временем значительно вырасти. Государство платило компании 6% прибыли по взятым облигациям, а компания обязывалась выплачивать держателям акций дивиденды.

Выгода для владельцев облигаций была прежде всего в том, что продать их в то время было не так просто (облигации котировались значительно ниже номинала), в то время как акции новой компании могли бы пользоваться неплохим спросом. К концу 1711 г. 97% владельцев краткосрочных государственных облигаций обменяли их на акции South Sea Company, а государство должно было выплачивать компании ежегодно 576,5 тыс. фунтов дохода по этим облигациям (хотя на деле эти выплаты постоянно задерживались). В первые годы существования компании её акции стоили ниже номинала. Доходными они стали только с 1716 г., давая прибыль 4,5% в год.

Колониальная компания

Прибыль, получаемая Испанией от своих колоний в Латинской Америке, вызывала в то время в Англии всеобщую зависть. В Испанию поступали не только тонны золота и серебра, но и сахар с островов Карибского моря.

¹⁸³ Общий размер долга (по данным сентября 1714 г.) составлял 40,357 млн фунтов (в том числе долгосрочные аннуитеты на 9,998 млн фунтов и краткосрочные на 2,538 млн; доли по лотерейным займам – 11,4 млн; банковские аннуитеты – 15,752 млн фунтов) (Dickson P. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756* / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 80).

Недаром считалось, что на торговле со странами этой части мира можно быстро разбогатеть. В английских газетах печаталось множество рекламных статей о том, какой большой спрос могли бы иметь в Южной Америке английские товары. Часто представления об этом были далеки от реальности. В перечень товаров включали и такие забавные позиции, как шелковые носовые платки, видимо, серьёзно думая, что в Южной Америке их будут покупать.

При учреждении South Sea Company¹⁸⁴ было объявлено, что она имеет право выпустить акции на сумму 9 471 325 фунтов (что соответствовало части государственного долга, которую компания должна была конвертировать). Держатели государственных облигаций получали в обмен на эти бумаги акции, а казначейство обязалось выплачивать компании проценты по облигациям, а также ежегодно по 8 000 фунтов – расходы на управление компанией¹⁸⁵.

Так компания стала крупнейшим кредитором государства, чем объясняется тесная связь всей этой истории с политикой правительства. Специальным парламентским актом компании предоставлялось монопольное право торговли с испанскими колониями в Южной и Центральной Америке, а также на торговлю рабами, поставляемыми из Африки в Северную Америку. Вскоре после учреждения были организованы заказные публикации в прессе, расхваливавшие фантастические прибыли, которые могли получить владельцы акций от этой торговли.

Британских инвесторов, создавших ажиотажный спрос на акции, привлекала возможность получить высокие доходы от торговли с испанскими колониями. О реальном экономическом состоянии и богатстве этих колоний в то время было мало известно, поэтому возникли нереалистические ожидания огромной прибыли. В обществе распространялись самые невероятные слухи о сокровищах Южной Америки и о том, что Испания готова уступить Англии четыре гавани в Перу и Чили, предоставив компании монопольное право на торговлю во всей Южной Америке.

¹⁸⁴ Полностью она называлась The Company of the Merchants of Great Britain Trading to the South Seas and other parts of America and for the Encouraging the Fishery – «Компания купцов из Великобритании, торгующих с Южными морями и другими частями Америки для поощрения рыболовства».

¹⁸⁵ Wennerlind C. Casualties of credit. The English Financial Revolution, 1620–1720 / C. Wennerlind. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2011. – P. 200.

Начало роста курса акций

Учредителей компании вдохновлял успех Mississippi Company Джона Ло во Франции, хотя финансовая схема, положенная в основу South Sea Company была, пожалуй, ещё более масштабной – компания предлагала в перспективе обменять практически все британские облигации государственного долга на свои акции по соотношению рыночных курсов этих бумаг на момент обмена. Реальная стоимость облигаций государственного долга при номинале 100 фунтов была гораздо ниже. Акции при номинале 100 фунтов вскоре после выпуска котировались по 125–130 фунтов. Для владельцев компании эта сделка изначально была очень выгодной, а для держателей облигаций отсроченная выгода заключалась в том, что они надеялись на повышение курса акций и на связанные с этим прибыли. В ноябре 1719 г. проблема непомерно разросшегося государственного долга обсуждалась в парламенте (проценты по нему достигли 1,5 млн фунтов)¹⁸⁶, а поступавшие из Парижа известия о конвертации государственного долга компанией Джона Ло давали надежду на то, что подобная схема может быть использована и в Англии с помощью South Sea Company.

Как только парламент принял решение одобрить предлагаемый обмен ценных бумаг, курс акций начал расти. Заказных рекламных публикаций в прессе стало ещё больше. Распространялись слухи, что готовится подписание договора с Испанией, собиравшейся якобы открыть свои колонии для английских товаров, после чего золото и серебро потекут из Южной Америки в карманы владельцев акций.

Кризис «системы» Джона Ло в Париже в начале 1720 г. способствовал росту курса акций South Sea Company – те, кто успел вовремя забрать свои деньги во Франции, теперь искали пути их выгодного вложения, и проект South Sea Company появились как нельзя вовремя. Закон об обмене на акции государственных облигаций был на редкость быстро утвержден парламентом и подписан королем Георгом I, почетным председателем компании. А через пять дней после вступления закона в силу началась подписка на новую эмис-

¹⁸⁶ Balen M. The King, the Crook, & the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History / M. Balen. – N.Y.: Fourth Estate, 2002. – P. 70.

сию акций по цене 300 фунтов. Эмиссия быстро разошлась, и вместо запланированного одного миллиона фунтов было собрано два миллиона. После этого очевидного успеха решили провести подписку на новый выпуск акций с продажной ценой 400 фунтов. Всего за несколько часов ценных бумаг продали на полтора миллиона фунтов. Известие об этом быстро распространилось, и начался всеобщий ажиотаж.

Компания пыталась заниматься и работоторговлей, не принесшей существенной прибыли, и китобойным промыслом, и торговыми операциями с Латинской Америкой. Но по принятым в то время торговым квотам компания отправляла раз в год всего один корабль с товарами, что было невыгодно, прежде всего, по причине конкуренции с гораздо более активной испанской торговлей. К тому же, испанцы гораздо раньше начали поставлять в Вест-Индию те же европейские товары, которые могли предложить англичане.

К 1717 г. курс акций достиг 120%, хотя уже стало ясно, что попытки организовать торговлю товарами и рабами не дают желаемых фантастических прибылей. Надежда оставалась на финансовую сторону деятельности компании. К тому времени Роберт Харли, основной покровитель компании в правительстве, был снят со своего поста, а его место председателя совета директоров занял принц Уэльский – сын правящего короля Георга I.

В 1717 г. началась конвертация еще одной части государственного долга (лотерейных займов 1711–1712 гг. и аннуитетов 1705 г.) в погашаемые 5% аннуитеты. Этой операцией занимался Банк Англии. Две конвертации – в акции Компании Южного моря в 1711 г. и в аннуитеты Банка Англии в 1717 г., – существенно сократили государственный долг, но они касались той части долга, которая могла быть погашена (при наличии средств) до истечения срока погашения. Оставалась ещё часть долга, не могущая быть погашенной до истечения срока.

Период акционерного учредительства, а также рост курса акций Компании Южного моря создали благоприятные условия для погашения оставшейся части долга. Эта конвертация была проведена в начале 1719 г., когда на акции обменяли лотерейный заем 1710 г. Владельцы облигаций получали акции на общую сумму 1,5 млн фунтов, что более чем в 10 раз превышало годовой доход по облигациям. Он составлял 135 тыс. фунтов и этот доход государство обязалось выплачивать компании. В конвертации участвовало

70% держателей облигаций, и суммарный капитал компании после этого достиг 12 млн фунтов.

Расцвет компании

После конвертации компания привлекла всеобщее внимание, о торговле с Южной Америкой уже мало кто вспоминал, и сам король Георг пожелал стать председателем совета директоров. Такое решение короля было вызвано, отчасти, его долгами – он тратил в год на сотни тысяч фунтов больше, чем ему выделял парламент. К тому же, у короля были разногласия с сыном, принцем Уэльским, и он захотел полностью контролировать столь прибыльную компанию. Участие короля в компании стало знаком для всех инвесторов, что компании можно доверять, и что её капитал гарантируется государством.

Все заговорили об успешности новой компании. Впрочем, никакой реальной успешности не было, так как в конце 1718 г. возобновилась война с Испанией, и те семь портов, куда имели право заходить корабли Компании Южного моря, были заняты испанцами. На фоне этих событий долги правительства быстро росли – к концу 1719 г. 3,4 млн оно было должно Банку Англии, 3,2 млн – Ост-Индской компании, а 11,8 млн фунтов – Компании Южного моря. 31,5 млн фунтов составляли долги инвесторам, купившим облигации.

Конвертация публичного долга

Несмотря на не самые благоприятные политические события, на рынке ценных бумаг продолжался рост курсов облигаций и акций, и в конце 1719 г. цены всех акции составляли в среднем 130–140% от номинала. В условиях такого общего повышения возник план конвертировать в акции Компании Южного моря оставшуюся часть государственного долга (31,5 млн фунтов). Одни только выплаты процентов по этому долгу достигали 1,5 млн фунтов в год. Примерно половина облигаций на сумму 16,5 млн фунтов могла быть погашена по первому требованию, а вторая половина на сумму 15 млн фунтов имела срок погашения 22 года.

Первоначально был замысел конвертировать весь государственный долг, но Банк Англии и Ост-Индская компания

контролировались партией виггов, и эта партия не позволила бы такую операцию со стороны Компании Южного моря, руководившейся политическими конкурентами – партией тори. Тогда Компания Южного моря предложила выкупить публичный долг по номиналу, конвертируя его в акции по их курсовой цене. Иными словами, если одна акция компании номиналом 100 фунтов выросла к тому времени в цене до 200 фунтов, то за счет курсовой разницы можно было погасить не 100, а 200 фунтов конвертируемого облигационного долга. Так как долг выкупался по номиналу, в этом случае 100 фунтов разницы составляло бы чистую прибыль. В компании рассчитывали на то, что курс вырастет до 300, так что прибыль могла быть ещё большей. Манипуляции с конвертацией государственного долга были настолько прибыльными, что перспективы торговли с Южной Америкой уже никого не интересовали, хотя в 1719 г. Испания заключила мир с Англией.

Компания предлагала заплатить правительству 3 млн фунтов за получение привилегии конвертировать весь государственный долг. По этому плану государство должно было выплачивать компании проценты по облигациями – 5% в первые 7 лет и 4% в последующие годы. План должен был утвердить парламент, и в ноябре 1719 г. король выступил с поддержкой этой идеи, мотивируя её пользу освобождением от долгов. Банк Англии и Ост-Индская компания выступили против, считая, что принятие такого плана чрезмерно усилит Компанию Южного моря. Банк Англии выразил готовность взять на себя обслуживание государственного долга, предлагая даже более выгодные условия, но руководство компании не скупился на взятки, сумма которых достигла 1,3 млн фунтов наличными.

Начало продажи акций в кредит

Первые две конвертации частей государственного долга в акции Компании Южного моря проходили в общем спокойно, публичный долг замещался непубличным, консолидировался и компания становилась одним крупным кредитором правительства вместо многих мелких. А вот за право участвовать в третьей конвертации разгорелась ожесточенная борьба.

Настораживал сам размер платы за право участия в конвертации – он достигал 25% от размеров долга, и это не

могло не наводить инвесторов на мысли, что затевается грандиозное мошенничество. Когда предложение Компании Южного моря было принято правительством, Бланк объявил свой главный козырь – продажа акций компании в кредит. Кредиты выдавались под залог самих акций по схеме 250 фунтов кредита под залог акции номиналом 100 фунтов. Один заёмщик мог получить не более 3000 фунтов кредита под 5%. На таких условиях было выдано кредитов на немалую сумму – 1 млн фунтов, и курс акций стал быстро расти. После начала продажи в кредит он был 270 фунтов (при номинале 100 фунтов), а после 21 марта 1720 г., когда парламент одобрил указ о передаче части государственного долга компании, он быстро вырос до 400 фунтов.

Так как многие понимали сомнительность финансовой схемы и неизбежность прекращения роста курса акций, началась новая волна искусственно создаваемых слухов (такая практика была обычной в то время) о возобновлении выгодной торговли рабами и о том, что Испания готова передать Англии четыре порта в Перу в обмен на Гибралтар. Слухи распускались, чтобы придать хотя бы какую-то экономическую обоснованность деятельности компании.

Тем временем многие акционеры приняли здравое решение продать акции, пока их цена была высокой, после чего курс этих бумаг сразу упал ниже 300 фунтов. Чтобы остановить падение и подогреть интерес к акциям, компания 14 апреля 1720 г. провела первую публичную подписку за деньги для всех желающих, уже не связанную с конвертацией государственных облигаций. По цене 300 фунтов первоначально предлагались акции на общую сумму 2 млн фунтов, потом их объём был увеличен до 2,25 млн фунтов из-за высокого спроса. Чтобы ещё больше стимулировать спрос, предлагалось при покупке оплачивать лишь 20% стоимости акций, остальная часть суммы должна была выплачиваться частями с интервалом в два месяца. Спрос был такой, что только за первый час после начала подписки было куплено акций на 1 млн фунтов.

Вскоре после этого, 28 апреля 1720 г. была проведена вторая публичная подписка на общую сумму 1,5 млн фунтов на ещё более выгодных условиях – акции по цене 400 фунтов продавались в кредит (но не более чем на 3000 фунтов одному инвестору). За два дня, 29–30 апреля было продано акций на 1 млн фунтов, среди покупателей были король и

его сын, принц Уэльский, а также ряд членов правительства¹⁸⁷.

19 мая 1720 г. были объявлены условия конвертации государственных облигаций на акции компании. Владельцы облигаций с прибыльностью 5% могли передать их компании по номиналу (100 фунтов). Взамен на соответствующую сумму им предлагались пакеты ценных бумаг рыночной стоимостью около 3200–3300 фунтов. В пакет входили 5 облигаций компании и 7 акций, котировавшихся по 380–400 фунтов. В том случае, если владельцы пакета сразу же продавали его, они могли получить около 3300 фунтов (продать государственные облигации было намного труднее, чем пользовавшиеся в тот момент спросом акции Компании Южного моря). В том же случае, если они верили в дальнейший рост акций, они могли рискнуть и подождать повышения курса. На это и рассчитывало руководство компании. И действительно, акции быстро выросли до 450 фунтов, к концу мая приблизившись к цене 500 фунтов. А в начале июня курс акций достиг 830 фунтов¹⁸⁸. Вскоре, 17 июня была проведена третья подписка на общую сумму 5 млн фунтов при цене акций 1000 фунтов, а 24 августа 1720 г. – четвертая подписка на акции на сумму 1,25 млн фунтов при цене акций 1000 фунтов¹⁸⁹.

Наиболее осторожные инвесторы начали избавляться от акций, подозревая, что вскоре после достижения пика начнется их падение. Полученную прибыль они вкладывали преимущественно в земельную недвижимость. Менее искушенные инвесторы тратили неожиданно пришедшее богатство на предметы роскоши. Чтобы поддерживать цену акций на максимальном уровне, Компания Южного моря расширила практику продажи в кредит, увеличив его размер для одного инвестора до 4000 фунтов. Только лишь за один месяц, с середины мая до середины июня кредитов для покупки акций было выдано на 3,5 млн фунтов.

¹⁸⁷ Герцог Аргилл, Джон Эйслеби, Джеймс Крэггс, Ричард Хампден, Роберт Велпол, лорд Стэнхоуп, лорд Сандерленд, лорд Тауншенд. Наибольшие пакеты акций по 117 тыс. фунтов были у Джона Эйслеби и лорда Сандерленда.

¹⁸⁸ Balen M. *The King, the Crook and the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History* / M. Balen. – New York: Harper Collins, 2002. – P. 112.

¹⁸⁹ Dickson P. *The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756* / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – P. 124.

Бум акционерного учредительства в 1720 г.

Успех в размещении акций компании Южного моря вызвал общий бум акционерного учредительства – в 1720 г. было основано 190 новых акционерных компаний, в том числе несколько страховых, среди которых были Royal Exchange и London Assurance. Цена акций новых компаний быстро росла, иногда в 10–25 раз превышая номинал (акции страховых компаний на пике акционерного бума в среднем в 25 раз превышали номинал). Повысились в цене и акции East India Company (со 100 до 445 фунтов), Royal African Company (с 23 до 200 фунтов), Million Bank (со 100 до 400 фунтов).

Всё это вызвало рост других «мыльных пузырей» – учреждение новых акционерных компаний приобрело массовый характер, хотя большинство из них имели сугубо спекулятивный характер. Они создавались для того, чтобы за счёт рекламы повысить курс акций и побыстрее продать их, не планируя при этом какой-либо реальной деятельности.

Среди компаний, объявивших своей целью создание вечного двигателя и т. п. выделялась одна, учрежденная для осуществления «весьма выгодного предприятия», характер которого «пока не подлежал разглашению». Учредитель даже не стал утруждать себя, придумывая очередной нереалистичный проект, рассчитывая и без этого собрать деньги в условиях общего ажиотажа. В проспекте компании было объявлено об эмиссии 5000 акций по 100 фунтов. Для завлечения публики утверждалось, что каждый, уплативший 2 фунта, может быть внесён в списки акционеров и поставлен в очередь на приобретение акций. Предполагалось, что цели компании будут названы через месяц после окончания подписки, после чего акционерам необходимо будет внести остающиеся 98 фунтов. Учредитель обещал выдать за год нереально высокие дивиденды – по 100 фунтов на одну акцию, т. е. 100%. В день начала подписки возле конторы учредителя собралась огромная толпа. Как и следовало ожидать, собрав за первый день 2000 фунтов, учредитель исчез в неизвестном направлении.

Всего в Лондоне возникло более ста всевозможных новых акционерных компаний с капиталом более 4 млн. фунтов, рассчитывавших получить 220 млн. фунтов прибыли от продажи акций. Новые компании были связаны с самыми различными сферами деятельности – от решения спорных

земельных вопросов и попыток извлечения серебра из свинца до изготовления дамских шляпок и париков. Масштабы бума были таковы, что общая капитализация быстро растущего рынка акций достигла 500 млн. фунтов – почти в сто раз больше, чем она была в 1695 году (около 5 млн фунтов).

Современники стали называть эти компании «мыльными пузырями» (bubbles), и с тех пор это понятие прижилось для обозначения «дутых» акционерных компаний, обещающих высокие прибыли при незначительной реальной деятельности. Одним из первых понятие «bubble» использовал Джонатан Свифт, вложивший свои сбережения в акции South Sea Company и потом понесший большие убытки. В небольшой сатирической поэме «The Bubble» Свифт в ироничной форме описывал возникновение финансового мыльного пузыря и его неизбежную судьбу – крах. «Народ слишком поздно понял, подсчитав все свои убытки, что директора компании бросали обещания на ветер, и South Sea оказалась большим пузырем»¹⁹⁰.

Принятие Bubble Act

Основным противником этих мелких спекулятивных компаний была South Sea Company. Блант решил, что массовое учреждение многочисленных акционерных обществ оттягивает капиталы от инвестирования в акции Компании Южного моря, и что необходимо ограничить акционерный бум. Он предложил издать Bubble Act – закон «о мыльных пузырях», и 9 июня парламент утвердил этот закон (полностью называвшийся «Royal Exchange and London Assurance Corporation Act»), запрещавший учреждение акционерных компаний без разрешения правительства и оформления лицензии. Нарушителям грозил штраф и даже тюремное заключение.

Это был первый нормативный документ, связанный с усовершенствованием корпоративного управления, требовавший государственную регистрацию акционерных обществ и признававший незаконным обращение ценных бумаг всех незарегистрированных компаний. Нормы закона были весьма строгими и предполагалось, что после принятия Bubble Act учредительский бум пойдёт на спад.

¹⁹⁰ Swift J. The Bubble / J. Swift. – <http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2004/swift.html>.

Оценка акционерного ажиотажа была неоднозначной – с одной стороны, это был естественный результат распространения акционерных компаний с неизбежными издержками и мошенничеством. С другой стороны, возможность легкого учреждения акционерных обществ без регистрации давала возможность создавать не только спекулятивные, но и вполне конструктивные предприятия. Когда же свободное учреждение акционерных компаний было запрещено в 1720 г., это задержало на полвека промышленную революция в Англии.

Начало снижения курсов акций South Sea Company

Принятие Bubble Act не сразу вызвало спад. К тому же, 15 июня была объявлена новая подписка на акции Компании Южного моря, стимулируя дальнейший ажиотаж. Предлагалось 50 тыс. акций номиналом 1000 фунтов, при покупке первоначальный взнос составлял всего лишь 10%, остальная часть суммы уплачивалась в течение нескольких лет. Спрос на акции оставался высоким, и вся эмиссия была размещена за несколько дней. Компания получила 5 млн фунтов наличными, и они были потрачены на новые кредиты. Хотя размер кредита одному инвестору был ограничен суммой 5000 фунтов, на практике влиятельным представителям аристократии (а их было немало среди инвесторов) выдавались значительно большие кредиты, достигавшие десятков тысяч фунтов.¹⁹¹

Высокий курс с колебаниями держался до августа 1720 г., когда начали сказываться последствия принятия Bubble act. Они были совсем не теми, на которые рассчитывал Блант, лоббируя принятие закона. По новым правилам многие компании оказались незаконными, курсы их акций начали падать, а инвесторы стали от них избавляться. Так как инвесторы имели, как правило, акции нескольких компаний, и все они были куплены в кредит, началась цепная реакция массовых продаж и падения курсов бумаг и других, в том числе самых солидных компаний.

¹⁹¹ Harris R. The Bubble Act: Its Passage and its effect on Business Organizations // R. Harris// Journal of Economic History. – 1994. September. – Vol. 54. №3. – P. 622.

Хотя Bubble Act был принят по инициативе South Sea Company, снижение курсов всех акций грозило распространиться и на Компанию Южного моря. Некоторое время курс акций компании продолжал повышаться и достиг 900 фунтов (при номинале 100 фунтов). Распространились слухи, что это предел и акции больше расти не будут. Говорили даже, что люди из окружения короля начали распродавать свои пакеты акций, и эти известия сразу же вызвали временное падение курса до 640 фунтов. Правление компании дало распоряжение своим агентам быстро скупать акции, и так к концу августа курс снова удалось искусственно поднять до 1000 фунтов. Спекулятивный пузырь достиг своего максимального размера. Но тревожные настроения продолжали распространяться, акции начал продавать даже председатель правления Джон Блант и другие директора, и курс снова стал понижаться.

Попытки Бланта привлечь к помощи Банк Англии (он предлагал банку купить по 400 фунтов пакет акций на 3,75 млн фунтов, либо выдать компании кредит на 3 млн) были безуспешными – несмотря на достигнутые предварительные договорённости, общая паника на рынке ценных бумаг нарастала так быстро, что Банк Англии начал опасаться за свою стабильность. Всё это вызвало сильное беспокойство в правительстве – компания заняла слишком важное место в британской финансовой системе.

Грандиозный крах

Банк Англии не хотел вмешиваться в дела компании, чтобы сохранить свою репутацию. После долгих дебатов правление банка приняло решение начать подписку на 5% облигации на сумму 3 млн фунтов, чтобы предоставить эти деньги в кредит компании на год. Вначале облигации стали быстро раскупать и даже казалось, что необходимая сумма будет собрана за один день, но потом спрос на облигации резко снизился. Это было воспринято всеми как неудача, и начались не только массовые продажи акций Компании Южного моря, но и снятие вкладов в Банке Англии. Банку удалось сохранить свою стабильность, но акции компании упали до 130–135 фунтов, что стало полной катастрофой для акционеров – множество инвесторов понесли огромные убытки.

Среди них был Исаак Ньютон, в то время управляющий Королевским монетным двором. Когда спекулятивный ажиотаж только начинался, Ньютон вложил в акции свои сбережения, но затем стал опасаться краха и продал бумаги за 7 тыс. фунтов, получив 100% прибыли. Однако когда началась вторая волна искусственного подъёма, он поддался общему ажиотажу и снова купил акции уже по более высокой цене. В конечном счёте, он потерял безвозвратно крупную по тем временам сумму – 20 тыс. фунтов. Наверное, именно после этого Ньютон произнёс известные слова: «Я могу предсказать движение планет, но не акций на бирже».

Последствия краха компании могли быть очень серьёзными – операции с крупными эмиссиями акций требовали значительного количества денег. Если во Франции во время спекулятивного бума, организованного Джоном Ло, эта проблема решалась за счёт эмиссии банкнот лишь одного банка, созданного самим Ло, то в Англии для оплаты акций широко использовались векселя многих частных банков. Эти векселя по своей надёжности приравнивались к наличным деньгам, но когда началось обвальное падение курсов акций, многие должники не могли погасить вексельные долги, чем поставили ряд банков в затруднительное положение.

Так трудности одной акционерной компании, пусть даже и крупнейшей, создали для всей финансовой системы риск общего кредитного кризиса. В правлении Банка Англии поняли, что их попытки спасти компанию бесперспективны и лишь угрожают стабильности банка, после чего решили смириться с неизбежным и не вмешиваться в падение акций, принявшее катастрофический характер.

В результате грандиозного краха большинство инвесторов Компании Южного моря обанкротилась. Те же, кто вовремя избавился от акций по высокой цене, весьма неплохо заработали, получив в некоторых случаях десятикратную прибыль. После обвала рынка ценных бумаг наступил спад и на рынке недвижимости, и на товарном рынке – никто уже не покупал предметы роскоши, ещё недавно столь популярные.

Парламентское расследование

Когда крах компании стал очевидным для всех, было начато парламентское расследование с целью найти виноватых – предположительно, среди директоров. Некоторые высказывали мнение, что когда начинается пожар, его необходимо вначале потушить, а потом уже выяснять, кто виноват. В истории с Компанией Южного моря необходимо было вначале предотвратить кредитный кризис и общую дестабилизацию финансовой системы, а потом уже разбираться, чья это вина. Был разработан план ликвидации долгов и дел компании, что было поручено Банку Англии и Ост-Индской компании.

Директорам и другим руководящим сотрудникам компании запретили покидать Англию, они должны были декларировать всё имевшееся у них имущество, в том числе движимое, и до завершения следствия директора не имели права распоряжаться этим имуществом. Однако дело принимало всё более скандальный характер. Казначеем компании Найту, знавшему все финансовые секреты, удалось бежать из Лондона вместе с бухгалтерскими книгами и другими документами. На арендованном корабле он перебрался во Францию, а затем в Антверпен, принадлежавший тогда Австрии. Английское правительство требовало выдачи Найта, но дело затянулось.

После этого все директора компании были арестованы. Следствие отмечало, что многие допрашиваемые по этому делу намеренно уклонялись от прямых ответов и запутывали ход расследования. В бухгалтерских книгах были обнаружены фиктивные записи и вырванные листы, ряд документов бесследно исчез. Всё указывало на явное мошенничество. Комитет по расследованию установил, что перед принятием закона о привилегиях компании её руководство без фактической оплаты продало крупные пакеты акций по сниженной цене правительственным чиновникам и членам парламента. После того, как закон приняли, и начался быстрый рост курса акций, эти лица получили значительные прибыли. Комиссия расценила такие операции как взятки в особо крупном размере – а размер их действительно впечатлял, от 10 до 250 тысяч фунтов. Результаты расследования оказались настолько скандальными, что палата общин приняла решение опубликовать отчет следственного комитета, сделав его достоянием гласности.

Особенное внимание привлек судебный процесс против Чарльза Стенхоупа, одного из руководителей казначейства. Стенхоуп утверждал, что все свои деньги доверил казначею компании Найту (к тому времени тот уже скрылся), чтобы он покупал для Стенхоупа акции по рыночному курсу. Однако на счетах Стенхоупа было обнаружено 250 тысяч фунтов, происхождение которых он не смог объяснить. Участие Стенхоупа в махинациях компании было несомненным, но, несмотря на это, он необъяснимым образом был оправдан. Когда этот факт стал известен, началось невероятное возмущение в обществе. Толпы недовольных стали собираться в различных частях Лондона, и власти опасались массовых беспорядков.

Не меньшее внимание привлекло содействие по делу бывшего канцлера казначейства Эйлсби. Его соучастие в финансовых мошенничествах компании было настолько явным, что Палата общин единогласно признала – Эйлсби с корыстной целью поощрял злоупотребления компании, вступив в сговор с директорами в ущерб интересам государства. Бывший руководитель казначейства был приговорен к тюремному заключению и конфискации всего имущества. Наказанию подверглись все 33 директора компании, у которых было изъято в общей сложности 2 млн фунтов. У каждого из них конфисковали часть его состояния в соответствии с доказанной виной в мошенничествах компании. Наиболее суровым было наказание Бланта – из его капитала, оцененного следствием в 183 тыс фунтов, было конфисковано 178 тысяч.

Последствия краха Компании Южного моря

Бум вокруг Компании Южного моря и последующий крах не были сугубо английским кризисом. Как и скандал вокруг Джона Ло, происходивший во Франции примерно в то же время, оба грандиозных проекта были частью одной и той же спекулятивной волны, затронувшей Англию, Францию и, отчасти, Нидерланды.

Крах Компании Южного моря затормозил развитие британского рынка ценных бумаг (как и всей экономики страны) почти на полвека, отсрочив промышленную революцию. В то же время, этот пузырь принял формы финансовой аферы лишь на последней стадии. До того можно было видеть успешный взлёт крупной финансовой компании, вы-

шедшей далеко за рамки первоначально заявленных планов деятельности, в общем-то вполне обычных. В этом смысле в долгосрочной перспективе история Компании Южного моря лишь ускорила возникновение финансового капитализма и создание эффективного и жизнеспособного британского финансового рынка.

Скандал вокруг Компании Южного моря, как и банкротства других компаний, не изменили общих тенденций роста рынка ценных бумаг, и уже со второй половины XVIII века в Англии началось быстрое развитие акционерных обществ¹⁹², связанных с созданием внутренней транспортной системы, строительством каналов и, прежде всего, промышленным производством. Так Англия, превратившись в громадную фабрику, работающую на весь мир, сделала акцент на промышленный сектор экономики.

Финансовые кризисы XVIII века на английском рынке ценных бумаг

Крах Компании Южного моря заметно охладил энтузиазм британских инвесторов и отбил у них желание связываться с акциями. Эти настроения усилила паника 1745 г., когда после восстания в Шотландии сторонников изгнанного в 1688 г. короля Якова¹⁹³ в Лондоне быстро упали курсы государственных ценных бумаги, а также курсы акций Банка Англии и Ост-Индской компании. Эта попытка государст-

¹⁹² После принятия в 1720 году Акта о «мыльных пузырях» получить королевскую грамоту об инкорпорации или соответствующий акт парламента, необходимые для учреждения акционерного общества, было достаточно сложно, и в XVIII веке английские компании регистрировались чаще всего в форме партнерства (partnership), а позже в форме «доверительной компании» (settlement company). Наиболее распространенной формой организации предпринимателей стал партнершип – коммандитное товарищество, для создания которого было достаточно двух или более человек, один из которых нес перед кредиторами неограниченную ответственность. Для учреждения такого товарищества не нужно было никаких лицензий либо хартии. Преобладали небольшие товарищества – «частный партнершип» (private partnership). Крупные компании, в которых было много участников – «публичный партнершип» (public partnership) стали предшественниками современных limited liability companies – обществ с ограниченной ответственностью.

¹⁹³ Якобитское восстание 1745 года стало последней попыткой сторонников короля Якова, изгнанного во время Славной революции, вернуть себе власть. После сражения при Каллодене в 1746 году якобиты потерпели поражение.

венного переворота оказала гораздо большее влияние на английский рынок ценных бумаг, чем даже война за австрийское наследство 1740–1748 гг., в которой участвовала Англия.

Новая краткая волна паники на лондонском рынке ценных бумаг возникла в 1761 г., а затем ещё одна, более заметная – в 1763 г., после банкротства в августе в Амстердаме банкирского дома де Невиллей. Это банкротство отозвалось в Гамбурге и других городах на севере Европы. Инвесторы начали избавляться от ценных бумаг, среди которых преобладали британские. Естественно, это привело к падению цен на них, и даже к колебанию курса британского фунта. Наибольшую остроту паника приобрела в Лондоне в сентябре – октябре 1763 г.

После окончания этого кризиса спокойствие на лондонском рынке длилось недолго. В июне 1772 г. очередная волна паники началась в Шотландии после того, как во Францию бежал известный своими спекулятивными операциями с акциями Ост-Индской компании Александр Фордис (Alexander Fordyce), партнер лондонского банкирского дома Neale, James, Fordyce & Down. Вскоре кризис ликвидности достиг Лондона, а затем и Амстердаме, где в октябре обанкротилась голландская фирма Clifford & Sons. Это был, вероятно, один из первых примеров того, как финансовый кризис распространялся из одного центра в другой.

Новая волна спекулятивного ажиотажа началась лишь в 1790-е годы, когда модной новинкой стало строительство каналов. Первый из них длиной 30 миль был построен в 1768 г. Каналы значительно удешевляли транспортировку угля, промышленных товаров и сельскохозяйственной продукции, и за два десятилетия их было проложено тысячи миль. Каналы приносили немалую прибыль, и строившие их компании обещали своим акционерам высокие дивиденды. Акции этих компаний снова оказались в центре внимания инвесторов, и в 1790-е годы начался новый спекулятивный бум, достигший своего пика в 1792–1793 гг.

Инвестиции в акции каналов стали модной темой, и газеты были заполнены объявлениями о собраниях акционеров и услугах брокеров, предлагавших свою помощь по приобретению этих бумаг. Бум закончился в феврале 1793 г., когда Франция объявила войну Англии. Начало войны вызвало общую панику на лондонском финансовом рынке – она касалась не только акций каналов, но и других бумаг,

включая государственные. Однако кризис этот был недолгим и к середине 1793 г. завершился.

Впрочем, начало войны было лишь толчком, так как были и более серьезные экономические причины спада после бума начала 1790-х. Первые каналы были действительно необходимы и экономически оправданы, поэтому доходность вложенного в них капитала достигала 50%. По мере нарастания бума и учреждения множества компаний, прокладывавших каналы, нередко их постройка уже не была экономически выгодна, и доходность инвестиций снизилась до 5%. Это было сопоставимо с доходностью государственных облигаций, поэтому экономические мотивы интереса инвесторов к каналам и ценным бумагам строивших их компаний значительно ослабели.

Лондонская биржа

Предыстория биржи

После победы Англии в конкурентной борьбе с Голландией за приоритет в морской торговле и снижение значения амстердамской биржи с начала XIX в. основным центром международного рынка ценных бумаг стала Лондонская биржа. Хотя официально биржа ценных бумаг (London Stock Exchange) была открыта в 1801 г., её предыстория началась гораздо раньше.

В 1554 г. Томасом Грешэмом была основана Королевская товарная биржа (The Royal Exchange). Считается, что на том месте, где находилась биржа, между Threadneedle street и Cornhill купцы собирались еще в те далекие времена, когда римляне основали свое поселение Лондиниум в I веке нашей эры. С 1695 г. на бирже начали проводиться операции с государственными ценными бумагами, а также с акциями Банка Англии и других акционерных компаний, которых к этому времени в Англии было около 150. Биржа сразу стала местом встреч всех, кто хотел приумножить свои капиталы.

Лондонская биржа Royal Exchange была товарной, поэтому работавшим с ценными бумагами брокерам запретили проводить свои операции на бирже. В 1697 году был издан билль, осуждавший джобберов как спекулянтов и ограничивший количество брокеров – их могло быть не более 100 человек. Все брокеры должны были регистрироваться на бирже и получать лицензию на свои операции. Вознаграж-

дение не должно было превышать 10%; подчеркивалось, что брокер не имел права вкладывать свои собственные деньги в операции.

Брокеры, не хотевшие регистрироваться на бирже, стали собираться напротив неё, сначала в помещении Ост-Индской компании, потом в также в различных кофейнях, расположенных неподалеку от Королевской биржи на улице Exchange Alley. Чаще всего брокеры, занимавшиеся государственными ценными бумагами и первыми акциями, собирались в кофейнях «Джонатан» и «Гаррауэй». Там расцвела спекуляция и сделки на срок – их называли «скачки на Exchange Alley». Саму эту короткую улицу с символическим названием «можно было пройти за полторы минуты. Останьтесь у дверей “Джонатана”, повернитесь на юг, пройдитесь несколько шагов, затем сверните к востоку – и вы придете к дверям “Гаррауэя”. Оттуда дойдите до следующих ворот, и вы окажетесь на Берчин-лейн... Засунув свой компас в футляр и обойдя кругом мир ажиотажа, вы снова окажетесь у дверей “Джонатана”. Но крохотный этот мирок, набитый до отказа в часы пик, со своими завсегдатаями, своими взволнованными группками людей, был гнездом интриг и центром могущества»¹⁹⁴.

Лондонские кофейни

Лондонские кофейни (coffee houses) были не просто местом, где первые брокеры могли выпить кофе или полистать свежие газеты – они стали одной из основ целой традиции британской культуры бизнеса, всего этого «клубного» стиля джентльменского капитализма, столь явно проявившегося в XIX веке, в Викторианскую эпоху.

Быстро распространявшейся в Европе кофе-культуре суждено было сыграть в этом заметную роль. Кофейни в Лондоне (как и в других крупных европейских городах), открытые для всех посетителей, для любых дискуссий и различных мнений, стали решающим фактором в формировании публичной сферы. Вместе с различными клубами, масонские ложами и обществами XVIII века они образовали особую сеть социального взаимодействия (напоминающую чем-то виртуальные социальные сети начала XXI века),

¹⁹⁴ Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 2. Игры обмена. – М.: Прогресс, 1988. – С. 94.

ставшую одной из основ зарождавшегося в Англии гражданского общества.

В 1645 году первая европейская кофейня была открыта в Венеции по образцу турецких, и новая мода стала распространяться в других крупных торговых городах Европы. Кофе воспринимался в XVIII веке как дорогостоящий¹⁹⁵ экзотический товар, привезенный из далеких и таинственных в то время стран Востока. Поэтому и в самой культуре употребления кофе было нечто элитарное.

В Лондоне первую кофейню открыл в 1652 году на St. Michael's Alley Паскуа Роза (Pasqua Rosee), левантийский купец, родившийся в Турции. Через несколько лет открылись новые кофе-хаузы – Rainbow, Nando's и др. В кофейне Майлза (Miles's coffee-house), основанной в 1659 г. в New Palace Yard (Westminster) возник один из первых британских клубов – Rota club¹⁹⁶. Вскоре клубный характер многих кофеен стал обычным делом – сторонники консервативной партии тори собирались в Cocoa Tree и Ozinda's, а либеральной партии вигов – в кофейне St. James.

Среди брокеров также распространился обычай собираться в определенных кофейнях – здесь они заключали сделки с ценными бумагами и обменивались последними новостями с Ямайки в отношении торговли с Вест-Индией (как тогда назывались колонии в Латинской Америке), из Иерусалима – о торговле с Востоком, а из Вирджинии – о коммерческих операциях с колониями в Северной Америке. Названия расположенных недалеко от Royal Exchange кофеен обычно были связаны с теми колониями, на торговле с которыми специализировались собиравшиеся там брокеры. В New England Coffeehouse, Georgia Coffeehouse, New York Coffeehouse встречались те, чей бизнес был связан с колониями в Северной Америке. В кофейне Jamaica Coffeehouse

¹⁹⁵ Кофе в то время поставляли из Йемена. Этот дорогой товар попадал в Европу через венецианских купцов, экспортировавших его из Константинополя. Первым британцем, попробовавшим кофе во время своего дипломатического визита в сирийский город Алеппо, был сэр Энтони Ширли (Anthony Shirley).

¹⁹⁶ Клуб был основан Джеймсом Харрингтоном, в те годы прославившимся как автор утопической книги «The Commonwealth of Oceana», в которой он описывал вымышленную страну, живущую по принципам Венецианской республики. Участников Rota club объединяли дискуссии об экономике и государственном устройстве этого утопического государства. Знаменитые венские кофейни появились позже, с 1685 года, когда по известной легенде Франц Кольчицкий получил право на открытие первой из них вместе с мешками кофе, захваченными у турок, осаждавших Вену в 1683 году.

собирались брокеры, специализировавшиеся на торговле с Ямайкой и другими карибскими колониями. Эта кофейня, позже переименованная в Jamaica Wine House, славилась тем, что в ней подавали знаменитый ямайский ром.

Лондонские кофейни тех лет были лишены какой-либо гламурности и мало напоминали современные кафе – в них, заполненных клубами табачного дыма, обычно было очень шумно; нередко можно было увидеть криминальных персонажей. Женщин туда пускали, но дамы из приличного общества в кофейни не ходили, чтобы не дискредитировать себя. Однако благодаря возможности получить свежую и важную коммерческую информацию лондонские кофейни стали важным элементом инфраструктуры британского предпринимательства, сыграв важную роль в зарождении спекуляции ценными бумагами.

После того, как в 1697 г. был издан билль, ограничивавший количество брокеров и осуждавший джобберов, они стали собираться в кофейнях, расположенных недалеко от биржи – Garraway`s, Marine, Watson`s, а также в кофейне Эдварда Ллойда (Edward Lloyd), основателя знаменитой страховой компании. Вскоре основным местом встречи джобберов и брокеров стала кофейня Jonathan's Coffee House, открытая Джонатаном Майлсом в 1680 году на Exchange Alley.

Когда эти встречи стали регулярными, были назначены специальные дни для проведения взаимных расчётов. А в январе 1698 года был опубликован первый номер двухнедельного бюллетеня The Course of the Exchange and other thing, в котором помещались курсы обмена валют в различных местах и цены на товары. Издателем бюллетеня был Джон Кастэинг (John Castaing), а местом издания был указан «его офис в кофейне Джонатана». А когда в 1707 году закончился срок действия билля от 1697 г., ограничивавшего количество брокеров, он не был продлён и начался бум спекулятивных операций, длившийся до банкротства South Sea Company в 1720 году.

Расцвет спекуляции ценными бумагами

Расцвет спекуляции ценными бумагами связывают с именем знаменитого в то время Соломона Медины. Среди других известных биржевых игроков выделялись Самсон Гидеон (его называли «великий брокер») и Манасия Лопес, разбогатевший на том, что скупил по низкой цене государ-

ственные ценные бумаги в то время, когда распространились ложные слухи о смерти королевы Анны (правила с 1702 по 1714 гг.). Многие из них были евреями, потомками португальских марранов, переселившихся сначала в Амстердам, а потом и в Лондон. Община состоятельных еврейских финансистов и брокеров в Лондоне начала XVIII века была весьма обширной – около ста из них имели доход 1000–2000 фунтов (по тем временами очень большие деньги) в год, а около тысячи – 300 фунтов. Богатейшими из них (кроме названных выше) были Моисей Харт, Аарон Франкс, Моисей Лопес Перейра, Моисей да Коста (последний в конце XVII века возглавлял Банк Англии).

До середины XVIII века спекуляция ценными бумагами и сложившаяся практика операций джобберов обычно считались «бесчестной» и «бессовестной». Согласно настроениям, преобладавшим в обществе (даже в английском, в целом весьма толерантном к предпринимателям), отношение к бирже, ценным бумагам и, тем более, спекуляции ими было однозначно отрицательным, как к чему-то недостойному. Более того, даже сам факт наличия государственного долга, связанного с выпуском государственных облигаций (основных в то время ценных бумаг), воспринимался как нечто постыдное для государства и ослабляющее его¹⁹⁷.

Возникновение London Stock Exchange

В середине XVIII века кофейня Jonathan`s Coffee House стала основным местом встреч брокеров и джобберов, сформировался круг постоянных участников этих встреч. Когда 25 марта 1748 г. пожар уничтожил весь квартал Exchange Alley вместе со знаменитыми кофейнями, перед брокерами и джобберами возникла проблема поиска нового места для встреч. Предлагались различные планы, и по одному из них в 1762 г. был образован брокерский клуб (в нём было 150 членов), хотевший получить эксклюзивное право на аренду Jonathan's Coffee House, но договориться об этом не удалось.

Тогда в 1773 г. брокеры приобрели здание на Sweeting's Alley, чтобы создать отдельную от Royal Exchange биржу. Вначале биржу хотели назвать «Новый Джонатан» (New

¹⁹⁷ Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – С. 852–854.

Jonathan`s), но потом остановились на более официальном названии – The Stock Exchange. Появление новой биржи сразу привлекло в Лондоне всеобщее внимание, и на Stock Exchange появилось много новых участников. В то время ещё не было чётких правил, регулировавших работу биржи. Доступ на неё был открыт для всех желающих, уплативших ежедневную плату за вход. В 1801 г. биржа, насчитывавшая 550 членов, переехала в новое здание на Capel Court, и получила свое нынешнее название – London Stock Exchange, сохранившееся до наших дней¹⁹⁸.

Подобно большинству первых бирж (в том числе Амстердамской), London Stock Exchange создавалась как некоммерческая добровольная ассоциация, и правила членства в ней были такими же, как в английских клубах. Такой «клубный» принцип организации был характерен и для первых английских страховых компаний, и даже для некоторых сберегательных банков (saving banks). Учредившие биржу брокеры стали владельцами и одновременно участниками этой ассоциации, управляя ей в своих коммерческих интересах. Для разделения управления и собственности должно было пройти ещё немало времени.

Биржи, создававшиеся на основе типичного для Англии принципа «клубной» ассоциации в дальнейшем эволюционировали от некоммерческих организаций (совладельцами которых могли быть только члены) до коммерческих организаций, в которых доли (shares) собственности могли приобретаться внешними инвесторами, в том числе институциональными¹⁹⁹.

Предприниматели XVIII века вкладывали накопленные капиталы (помимо традиционных вложений в золото, недвижимость, произведения искусства и в собственный бизнес) в первые ценные бумаги – государственные облигации (bonds), паи частных компаний (shares) и всё больше распространявшиеся акции акционерных компаний (stocks). Паи

¹⁹⁸ В память о кофейне Джонатана в октябре 1996 года в современном здании Лондонской биржи было открыто Jonathan`s Cyber Cafe.

¹⁹⁹ Завершающим этапом длительного процесса демутуализации (demutualization), как его называют сегодня, стало превращение в XXI веке большинства бирж развитых стран в коммерческие организации, выпускающие свои обращающиеся на рынке акции, владельцем которых (и, соответственно, совладельцем биржи) может стать любой инвестор. В тех же странах, где объемы рынка ценных бумаг были относительно невелики, биржи обычно возникали по инициативе и под контролем государства, бравшего на себя расходы по их организации. В дальнейшем такие биржи развивались как управляемые государством.

частных компаний (чаще всего это были небольшие банки) могли обращаться на рынке, но ликвидность их была невысокой. Инвестиции в акции были в то время достаточно редкими и к ним интерес проявляли только богатые предприниматели. Наибольшую популярность имели государственные облигации (48% всех вложений)²⁰⁰.

Спросом пользовались также паи страховых компаний (Sun Fire Insurance, London Assurance и др.). Особенно быстро страхование начало развиваться в Лондоне после пожара 1666 г., когда было уничтожено более 13 тыс. домов. Николас Барбон первым стал предлагать страхование от огня, а открывший кофейню на Тауэр Стрит Эдвард Ллойд (родоначальник одной из известнейших страховых компаний) занимался морским страхованием²⁰¹.

Вскоре по объему операций Лондонская биржа превзошла Парижскую. После начала в 1789 г. Французской революции две основные европейские биржи – Парижская и Амстердамская, – не могли больше продолжать свою работу. Парижская биржа была закрыта в 1793 г., а в 1795 г. Амстердам оккупировали французские войска. Многие банкиры и брокеры, особенно амстердамские, эмигрировали в Лондон со значительными капиталами, после чего Лондонская биржа превратилась в основной финансовый центр и для европейской, и для общемировой торговли.

Вскоре на бирже сформировались основные методы операций. Игра на повышение и понижение, ложные сообщения, тайные биржевые котировки – всё это уже было хорошо известно и активно использовалось. Историк и писатель Н. М. Карамзин, посетивший Лондонскую биржу в начале XIX в., так описывал её в «Письмах русского путешественника»: «Куда не взглянете, видите галерею, где собираются купцы... когда схватятся руками, то дело решено, и кораблю плыть в Новый Йорк или за мыс Доброй Надежды... На стенах прибиты известия о кораблях, пришедших

²⁰⁰ Hancock D. Citizens of the world. London merchants and the integration of the British Atlantic Community, 1735–1788 / D. Hancock. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – P. 258–259.

²⁰¹ Страхование общество Ллойда было учреждено в 1774 г. и находилось в здании Королевской биржи. Первоначально это было свободное объединение 79 предпринимателей, заплативших по 15 фунтов первого паевого взноса и ставших пожизненными членами общества. Они ставили свои подписи под договорами страхования, однако их ответственность была ограниченной. Общество Ллойда собирало взносы в таком объёме, чтобы расплатиться с текущими обязательствами и оставить себе комиссионные, составлявшие его прибыль.

или отходящих; можете плыть, куда только вздумаете: в Малабар, в Китай, в Нутка-Соунд, в Архангельск. Капитан всегда на бирже»²⁰².

Лондон превратился в общемировой финансовый центр. Там возникла благоприятная для финансовых операций среда – объединение достаточного количества опытных финансистов в едином, хорошо развитом городском пространстве, где обеспечивались профессиональные финансовые услуги и доступ к адекватной коммерческой информации.

²⁰² Карамзин Н. М. Письма русского путешественника / Н. М. Карамзин // Избранные сочинения: В 2 т. Т. 1. – М.: Политиздат, 1964. – С. 539–540.

Часть вторая

Предыстория

Глава 1

Наследие Древнего мира

Первые долговые обязательства

Библейский Вавилон, столица всех мыслимых пороков, стал родиной и такого «порока», как ростовщичество. В Шумере и Вавилоне были развиты кредитные услуги, появились прототипы банков и первые финансисты – социальная группа лиц, профессионально занимавшихся финансовыми услугами. При получении кредита составлялось долговое обязательство произвольной формы – первые такие обязательства появились в XXIII–XX вв. до н. э. в Шумере и Вавилоне. Эти документы представляли собой надписи на глиняных табличках. Их можно считать первыми прототипами векселя²⁰³, однако ничего подобного облигациям или акциям среди этих документов не было.

Надписи XXIII в. до н. э. из Халдеи упоминают о существовании торгово-коммерческих обществ предпринимателей – *birini*, а в более позднее время в Вавилоне появились коммерческие общества *harrani*. Об этих обществах известно мало но, скорее всего, они не имели никакого отношения к акционерным компаниям. Подобно коммерческим обществам в Древней Греции это были простые объединения купцов, а не капиталов.

От первых долговых обязательств было ещё очень далеко до зарождения акций или облигаций. Должен был произойти некий качественный скачок не только в экономике, но и в культуре предпринимательства, в менталитете общества, и этот скачок отделяет от более ранних долговых инструментов первые прототипы акций, появившиеся в Древнем Риме.

Античная экономика

Историками экономики Древних Греции и Рима античная экономика считалась либо архаичной и примитивной (роль финансовых услуг преуменьшалась, а сами услуги упрощались), либо сравнивалась с капитализмом XVIII–XIX

²⁰³ Подробнее см.: Мошенский С. З. Эволюция векселя / С. З. Мошенский. – К.: Планета-Друк, 2005. – С. 28–39. – www.books.google.com.

вв. Одним из наиболее известных сторонников капиталистической модели античной экономики был русско-американский историк М. И. Ростовцев, часто говоривший в своих трудах о развитии капитализма в государствах эпохи эллинизма и в Римской империи.

В действительности античная экономика была специфическим явлением, порождённым иной культурой. Поэтому экономическую систему Древних Греции и Рима не всегда можно объяснить на основе современных экономических понятий, таких как капитализм. Скорее всего, в Древнем Риме действительно существовало нечто похожее на капитализм, а учитывая развитость финансовых операций среди римлян – может быть, даже подобное финансовому капитализму (обходившемуся без развития индустриальных технологий). Однако вряд ли стоит называть римскую экономическую модель капитализмом – римское общество было мало похоже на европейские общества индустриального капитализма, а некоторое кажущееся сходство – не более чем сходство.

В Древней Греции, где зародилась античная экономика, возникли многие инновации, в основе которых была личная свобода гражданина полиса – города-государства, в том числе свобода предпринимательства. Главной заслугой греков было создание денег в форме монет, а также широкое распространение денежного обращения и кредитно-финансовых операций. В этом смысле древнегреческую экономику можно назвать торговой и товарно-денежной. Монетарная революция не только стимулировала распространение коммерции в древнегреческом обществе, но и сформировала новое мышление, заставив думать по-другому, – в финансовой, экономической плоскости. Так возникла целая культура денег – явление, совершенно новое в истории. А в трактате Ксенофонта (430–355 гг. до н. э.) «Ойкономия» впервые появилось понятие «экономика» – «благоустроенное хозяйство».

Основы торгового права были заложены ещё греками, хотя правовые вопросы их не очень интересовали. Иное дело Рим – правовая сторона финансовых операций, как и коммерции в целом, была поставлена там на первое место, и это позволило Риму продвинуться гораздо дальше на пути финансовых инноваций. Впрочем, в их основе лежала уже не личная свобода, не настолько ценившаяся в Римской империи, как в Греции, а нечто совершенно иное – идеи коммерческого права.

Полисы – торговые города-государства

В Древней Греции возникла не только идея античной демократии (вероятно, наиболее живучая часть наследия той цивилизации, питающая современную мечту о гражданском обществе), но и модель полиса – торгового города-государства²⁰⁴. Первыми городами-государствами были Тир, Сидон и Карфаген финикийцев²⁰⁵, известных своей склонностью к предпринимательству и морской торговле. Но больше всего таких городов было в Греции²⁰⁶, затем эта модель отчасти была использована в городах времён Римской республики. «Вряд ли мы ошибёмся, считая типичный город-государство... такой формой организации, которая имела критическое значение для истории западного... мира»²⁰⁷.

²⁰⁴ Греция в то время не была единым государством, а состояла из сети нескольких сотен связанных между собой полисов – городов-государств разного размера, от крупных до совсем мелких. Полисы иногда воевали друг с другом, иногда жили в мире, но торговые и финансовые связи между ними были важнее войн и сохранялись практически всегда. Полис представлял собой сам город и прилегающую к нему небольшую территорию, где выращивались продукты питания для города. Полисная модель экономики была связана с самым средиземноморским стилем жизни, с климатом Греции и соседних стран по берегам Средиземного моря, торговля с которыми определяла основные черты древнегреческой экономики. Вероятно, одна из причин возникновения городов-государств – география Средиземноморья. Море было естественной транспортной артерией для стран, находившихся по его берегам, а многочисленные гористые острова с изолированными бухтами создавали подходящие условия для возникновения небольших торговых городов. Всё последующее развитие экономики Древней Греции произошло под влиянием её удачного расположения в центре Средиземного моря.

²⁰⁵ Финикия – древнее государство на берегу Средиземного моря на территории современного Ливана, существовавшее с XIII по I в. до н. э.

²⁰⁶ Греческие полисы были двух типов – аграрные, в которых торговля и товарно-денежные отношения имели второстепенное значение (Спарта, города Фессалии и Беотии), и торговые, с развитыми денежным обращением и финансовыми услугами (Афины, Коринф, Милет и др.). Крупнейшим полисом были Афины, где была сосредоточена большая часть финансовых операций и услуг. Население полисов первоначально составляло от нескольких сотен до нескольких десятков свободных граждан, которые в той или иной мере знали друг друга. Со временем население полисов стало увеличиваться, достигая в крупнейших из них нескольких десятков тысяч. Это были торговые города, расположенные обычно на берегу моря. Граждане полиса стремились к автаркии – самообеспеченности, политической и экономической самостоятельности, независимости от окружающего мира.

²⁰⁷ Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: НП «Журнал Вопросы Экономики», 2006. – С. 64. Д. Хикс одним из первых привлёк внимание к долгой жизни идеи торгового города-государства, посвятив

Когда сегодня, спустя много веков, ходишь по развалинам древних греческих городов, то понимаешь, что все они, от самых больших, таких как Афины, до самых маленьких и находящихся на периферии, как какой-нибудь Олимпос на побережье Ликии, были построены по одной схеме, – акрополь на холме с главным храмом, театр, площадь для торговли и общих собраний граждан – агора. По одной схеме было создано и общественное устройство полисов – все граждане имели право принимать участие в общих собраниях (эκκλeσιaς), на которых голосованием решали все вопросы жизни города. Подобно одинаковым ячейкам в пчелиных сотах, полисы образовывали взаимосвязанную сетевую структуру торговых взаимосвязей, в которой не было никакого центра. По отношению к внешнему миру такая экономическая система была открытой, так как существовала она за счёт свободной торговли с другими странами и народами. Привлекательность идеи торгового города-государства была в том, что сама форма его демократического общественного устройства вместе с покровительством властей свободе торговли и предпринимательства обеспечивала экономический рост и расцвет таких городов.

Несколько сот полисов создали уникальную и нигде больше не повторившуюся в истории (во всяком случае в таких масштабах) возможность испытать различные формы государственного и общественного устройства, а сложные экономические и политические взаимоотношения между полисами делали наследственную царскую власть практически невозможной. Такая многополисная (и многополюсная) сетевая структура городов-государств поддерживала дух инноваций и демократии, создавая тот синтез экономики, искусства и науки, с которым ассоциируется образ эллинской цивилизации.

Население Древней Греции, хотя и образовало одну нацию, совершенно не стремилось объединяться в единое государство. В дальнейшем римляне с иронией относились к тому, что они считали неорганизованностью греков и их неспособностью устроить свою государственную жизнь, не понимая, что это был добровольный выбор граждан полисов и другой путь экономического и социального развития. Этот путь незаметно был утрачен римлянами, создавшими со-

этой теме в своей книге отдельную главу «Города-государства и колонии» (Там же. – С. 65–84).

вершено другое общество, основанное на иных принципах. А может быть, они намеренно избрали себе иной путь.

В IV веке до н. э. начался кризис демократической системы полисов. Города-государства имели ограниченные финансовые возможности, а финансовые потребности намного превышали их. Всё большую популярность приобретала идея сильного правителя – «тирана», который бы справедливо защищал бедных и ограничивал произвол богатых. Видимо, такой этап в развитии полисной системы был неизбежным, как неминуем был упадок Древней Греции – взлёт и упадок культур в истории обычное дело.

Однако сама идея торгового города-государства пережила века, чтобы снова и снова воплощаться в иные эпохи в разных странах – в Венеции и других городах-государствах Италии, Амстердаме и городах Ганзейского союза, в Лондоне... Первоисточком такой модели для Венеции (скорее всего, неосознанным) и других итальянских городов эпохи Ренессанса был образ античного города-государства – полиса. Затем эта модель оказала влияние на Голландию, а потом и Англию, которые, подобно Афинам и Венеции, основывали свои торговые колонии в разных концах мира.

Финансовые услуги и кредитные документы в Древней Греции

В Древней Греции подъём торговли дал толчок развитию товарно-денежных отношений и кредита. Финансовые услуги²⁰⁸ предоставляли трапезиты, распространившиеся в греческих городах с V в. до н. э. Вначале это был простой обмен денег, затем трапезиты стали предлагать кредиты. Так начал формироваться особый социальный слой (*kapeloi*), профессионально занимавшийся коммерческой деятельностью. А с IV в. до н. э. появились первые банкиры (наиболее известным из них был Пасион из Афин), специализирующиеся на депозитных и кредитных услугах²⁰⁹.

Распространённым был ипотечный кредит (около 15% годовых), а коммерческий кредит чаще всего имел форму

²⁰⁸ В Афинах финансовыми услугами пользовался каждый 30-й житель – около 3% населения (в средневековой Европе – каждый 15-й, около 6% населения).

²⁰⁹ Подробнее о кредите в Древней Греции на примере Афин см.: Millet P. *Lending and Borrowing in Ancient Athens* / P. Millet. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 188–217.

«морского займа», который брали купцы для аренды корабля и совершения плавания за товарами. Стоимость такого кредита достигала 30% из-за дополнительного риска. Кредитами пользовались и афиняне, и проживавшие в Афинах иностранцы. Нередко кредиты предоставляли бывшие купцы, но чаще всего лица, занимавшиеся только кредитными операциями – первые банкиры. Власти полисов никак не вмешивались в деятельность банкиров, что давало им полную свободу деятельности. Однако ни банкиры, ни клиенты никак не были юридически защищены от убытков.

Радикальных инноваций в сфере финансовых инструментов Древняя Греция не создала, если не считать такие прототипы векселя, как синграфы и хирографы, перешедшие затем в римскую финансовую систему²¹⁰. Деньги в форме монет вряд ли можно считать такой инновацией, а кредит и письменные долговые обязательства существовали и до того в Вавилоне, так же как и первые банкиры.

Коммерческие общества в Древней Греции

В Древней Греции существовали коммерческие общества, хотя они остались в зачаточной форме²¹¹. Есть отрывочные сведения и о греческих обществах, занимавшихся откупам – власти полисов передавали им право собирать налоги. В крупных городах, особенно в Афинах, даже сформировалось сословие лиц, профессионально занимавшихся откупам, хотя в Греции система откупа не получила такого развития, как в Риме. Общества откупщиков так и не стали юридическими лицами (это понятие не было известно древнегреческому праву), и государство имело дело не с обществом как юридическим лицом, а с его руководителем – архоном. Идеи корпоративного объединения и долей собственности не были известны ни в греческих городах-государствах, ни в эллинистических царствах, возникших после распада империи Александра Македонского. В отличие от римских обществ публиканов, греческие коммерческие общества были организованы очень просто и представляли собой товарищества купцов, далёкие от акционерных

²¹⁰ Подробнее см.: Мошенский С. З. Эволюция векселя / С. З. Мошенский. – К.: Планета-Друк, 2005. – С. 39–47. – www.books.google.com.

²¹¹ «Кредитованием занимаются товарищества из двух или более лиц, они имеют доверенных лиц за границей» (Кулишер И. М. Очерк экономической истории Древней Греции / И. М. Кулишер. – Л.: Сеятель, 1925. – С. 222).

компаний. Поэтому не появилась идея передачи долей капитала этих обществ, не говоря уже о передаче его в форме ценных бумаг.

Чего не хватало греческим городам-государствам? Накопленного богатства? Вряд ли, богатства там было более чем достаточно, особенно во времена завоеваний Александра Македонского. Торговля и предпринимательство в греческих городах были хорошо развиты, с кредитными услугами также никаких проблем не было. Не хватало чего-то другого, чего не было в греческих полисах, но что появилось в Древнем Риме – системы коммерческого права.

Pax Romana

Римская империя²¹² в период своего расцвета занимала огромную территорию, где использовалась единая валюта. С «Римским миром» (*Pax Romana*) был связан новый цикл глобализации и попытка (по примеру быстро распавшегося царства Александра Македонского) создать империю, простиравшуюся от Британии до Северной Африки, и от Испании до Турции, но более долговечную и устойчивую. Торговые связи Римской империи достигали Китая, а в её столице, «вечном городе» Риме, в I веке н. э. жило более миллиона человек – это был крупнейший город мира.

«Империя» (от лат. *imperium* – власть) для нас является общим историческим понятием, мы говорим об империи Александра Македонского, о Римской империи, Британской империи и т. п. А для римлян «Империя» была именем собственным – это было название их государства (*Imperium Romanum* – дословно «Римская власть») и никаких других империй для них быть не могло. История империи началась с «вечного города» Рима – города-государства, завладевшего миром. Хотя римская экономика была типично доиндустриальной (в её основе был «первичный» аграрный сектор, в Римской империи было создано единое экономическое пространство с изощрённой системой налогообложения и развитыми рыночными отношениями²¹³).

²¹² В истории древнеримской цивилизации было несколько периодов. Римская республика существовала с 509 по 27 г. до н. э., Римская империя – с 27 г. до н. э. до 476 г. н. э. С 476 г. н. э. по 1453 г. длилась история Восточной Римской империи (Византии) со столицей в Константинополе.

²¹³ Подробнее см.: Scheidel W. *Approaching the Roman Economy* / W. Scheidel // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge Uni-

Торговля процветала – повсюду, во всех провинциях и городах империи были римские купцы. Римские монеты были найдены в Индии и на берегах Балтийского моря. В Индию ежегодно отправлялось более 100 кораблей, а прибыль от продажи индийских товаров была в 100 раз больше, чем их стоимость на месте²¹⁴. Единство огромной территории, находившейся под властью Рима, безопасность дорог и морских путей, обширные рынки сбыта в провинциях империи, а также отказ римского государства от вмешательства в частное предпринимательство создали благоприятные условия для развития финансовых услуг. Кредит был широко распространён и множество раз упоминается римскими историками, а приобретение недвижимости в долг стало обычным делом²¹⁵. Финансовые услуги в Риме были развиты намного больше, чем в Древней Греции и эллинистических государствах, и это нашло отражение в расцвете римской экономической мысли, значительно ушедшей вперёд по сравнению с древнегреческими временами²¹⁶. Финансовые операции были сосредоточены в основном в Риме, куда стекались все богатства, а финансовые услуги, став монополией римских банкиров, приняли сугубо ростовщический характер.

Свободный капитал и кредит в Римской империи

Рим мало что производил, и он не был на перекрёстке торговых путей. Однако этот город, расширившийся до пределов огромной империи, был невероятно богат. Потоки золота, стекавшие в Рим, поддерживались только лишь завоеваниями, и на этом пути римлянам нельзя было останавливаться, ибо другого источника капиталов у римлян просто не было. Когда-то всё это неизбежно должно было закон-

versity Press, 2012. – 1–24. Reden, von S. Monet and Finance / S. von Reden // The Roman Economy / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – 267–276.

²¹⁴ В Риме в 494 г. до н. э. купцы объединились в гильдию (collegium mercatorum), располагавшуюся в отдельном здании, где происходили периодические публичные собрания торговцев (Дмитриев А. Биржа, биржевые посредники, биржевые операции / А. Дмитриев. – СПб.: Тип. А. Головина, 1863. – С. 2).

²¹⁵ Finley M. Ancient Economy / M. Finley. – Berkeley: University of California Press, 1999. – P. 51–57, 117–118.

²¹⁶ Vivenza G. Roman Economic Thought / Vivenza G // The Roman Economy / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – 25–44.

читься, но Рим жил сегодняшним днём, не очень задумываясь о том, что будет с ним века спустя.

«Античное богатство – это не имение, а куча денег. Античная кредитная площадка – это не кредитный центр... а город, в котором была сконцентрирована большая часть наличных денег всего мира»²¹⁷. В империи было достаточно свободного капитала, а его владельцы были готовы выгодно его инвестировать – прежде всего в операции с недвижимостью. Больше всего владельцев крупных капиталов жило в Риме, столице империи. Это были в основном влиятельные лица, принимавшие активное участие в экономической и политической жизни. Роскошь вошла у них в привычку, и она требовала немалых денег, а постоянная нехватка наличности привела к распространению безналичных форм расчётов и кредита. Кредитами больше всего пользовалась аристократия и состоятельная молодёжь – дети влиятельных родителей. Обычно кредиты выдавались на месяц под 1% (12% годовых).

Владельцы свободных капиталов охотно давали их в долг под проценты через подставных лиц – ростовщичество было официально запрещено, и такие операции могли стоить репутации – Цицерон не раз предостерегал против них. Поэтому займы под проценты осуществлялись с помощью финансовых посредников – аргентариев, римских банкиров, которые хорошо знали своё дело и профессионально организовывали кредитные операции.

Римские банкиры и финансовые услуги

Первые аргентарии (*argentarius*) появились в Древнем Риме в последние десятилетия IV в. до н. э., примерно на столетие позже, чем в Древней Греции. Кроме аргентариев, занимавшихся кредитами и депозитами, свои услуги предлагали нумулларии, специализировавшиеся на обмене монет различного типа. И хотя практика предоставления кредитов существовала в Риме и до того, именно с этого времени можно говорить о появлении профессиональной сферы финансовых услуг.

Римские аргентарии не только давали деньги в долг под проценты, но и принимали депозитные вклады, а рим-

²¹⁷ Шпенглер О. Закат Европы / О. Шпенглер. – Минск: Харвест, 2000. – С. 1324.

ское право чётко определяло, кто имеет право открывать депозитные счета²¹⁸. Если в начале II в. до н. э. аргентарии только лишь принимали депозитные вклады и выдавали кредиты, то в I в. н. э. спектр их услуг значительно расширился. Большой объём денежного оборота в Римской империи создавал потребность в безналичных платежах с помощью денежных переводов (*permutatio*) и различных долговых обязательств, бывших одними из первых прототипов векселей – хирографов (*chirographa*) и синграфов (*syngraphae*), возникших ещё в Греции и эллинистическом Египте. Во времена Цицерона такая практика уже была обычным делом²¹⁹.

Так в Древнем Риме с его аграрной экономикой сформировался разветвлённый сервисный сектор, представленный преимущественно юридическими и финансовыми услугами. Этот факт не следует недооценивать, так как сервисный сектор экономики на самом деле исторически гораздо более древен, чем индустриальный сектор. Экономическая система может в принципе не быть индустриальной (как в Римской империи), но это не мешает развитию сферы услуг, в том числе финансовых. А сервисный сектор экономики сам по себе не является ни постиндустриальным, ни доиндустриальным – он существует в другой плоскости, не имея отношения к индустриальной стадии развития.

Придание повышенного значения индустриализации было свойственно европейской мысли XIX века (тогда индустриализация действительно была радикальной инновацией и занимала умы). С тех времён оно перешло в XX и XXI века как некая аксиома, оспаривать которую считается неуместным. В действительности в истории было немало развитых цивилизаций, обходившихся длительное время без индустриализации. Если они и переставали существовать, как Римская империя, то вовсе не потому, что не смогли создать промышленность, а по совершенно иным причинам. Некоторые из них, например Китай или Индия, тысячи лет развивались без индустриализации, а когда в ней появилась необходимость, без особых проблем совершили промышленную революцию.

²¹⁸ Andreau J. *Banking and Business in the Roman World* / J. Andreau. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – P. 9–10.

²¹⁹ Reden S. von. *Money and Finance* / S. von Reden // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 276–278.

Возникновение коммерческого права

В эпоху Pax Romana одной из важнейших инноваций стало возникновение системы кодифицированного коммерческого права. Вклад древнеримской цивилизации в развитие правовой системы общеизвестен. Одной из особенностей римского права в классический период на рубеже нашей эры была его чрезвычайная коммерциализация и ориентация на финансовые операции. Развитие правовой и финансовой систем тесно взаимосвязано, и они стимулировали эволюцию друг друга.

Сама идея акционерного капитала требовала совершенно иного взгляда на вещи, как и возможность принять на себя риск вложить свои деньги в дело наряду со многими неизвестными участниками. Это была целая правовая и финансовая революция, сравнимая с более поздними финансовыми революциями в Венеции, Амстердаме, или Лондоне. Ведь всякая ценная бумага, акция или облигация – это прежде всего правовая конструкция, совокупность прав и обязанностей её эмитента, продавца, покупателя и владельца, а также чётко определённых гарантий прибыли. С такой точки зрения уже не важно, имеет такой финансовый инструмент форму надписи на глиняной дощечке или договора на пергаменте. Именно изменение правовой конструкции, лежащей в основе ценной бумаги, приводило в дальнейшем ко всем новым виткам эволюции ценных бумаг и радикальным инновациям, таким как появление деривативов в XX в. и синтетических финансовых инструментов XXI века.

Развитие кодифицированной системы коммерческого права чётко определило кредитную операцию (латинское *credere* означало доверие), переведя её из сферы коммерческих обычаев в сферу юридических понятий, что уменьшило риски при займе. Так коммерческое право обеспечило юридическую защиту собственности, повысив этим психологическую готовность принятия кредитного риска.

Изобилие свободного капитала, накопленного в Римской республике в эпоху её расцвета, вместе с доступностью кредита и готовностью к принятию риска (подкреплённой системой коммерческого права) создало условия для возникновения во II в. до н. э. принципиально нового финансового инструмента, которым стали прототипы акций (*particulae*) в обществах публиканов. Этот инструмент вызвал интерес среди многочисленной группы состоятельных

лиц, готовых инвестировать свои сбережения, породив волну массовой спекуляции *particulae*.

Общества публиканов

Различные объединения предпринимателей (*societas*) получили в Древнем Риме большое распространение. Римское право предполагало существование несколько форм таких обществ – *societas privata*, *societas voluntaria*, *societas vectigalium* и др. Эти общества, напоминающие обычное партнёрство (*partnership*), не были юридическими лицами. Их имущество и капиталы принадлежало не обществу, а его участникам. После смерти участника либо его выхода такое общество переставало существовать²²⁰.

Распространение подобных обществ может создавать впечатление, что предпринимательство наконец перестало иметь только лишь индивидуальный характер, хотя в действительности коммерческая деятельность оставалась индивидуальной. Единственным исключением были объединения налоговых откупщиков – общества публиканов, организационная форма которых действительно напоминает акционерные компании.

В Римской республике государство передало право на сбор налогов особой социальной группе публиканов (*publican*, от лат. *publi cani*), принадлежавших к сословию всадников²²¹. Публиканы брали на откуп у государства его имущество (*publicum*) – земли, рудники, а также подряды на строительные работы и, главным образом, право сбора налогов и пошлин. Публиканы были состоятельными гражданами Римской республики. Большинство из них были богатыми землевладельцами – это было необходимое условие для того, чтобы подписывать контракты на откуп налогов. Многие из этих контрактов были настолько крупными по своему объёму, что один человек в принципе не мог их выполнить. Так для публиканов возникла необходимость объединяться в

²²⁰ Frier B. *Law and Economic Institutions* / B. Frier, D. Kenoe // *The Cambridge Economic History of the Greco-Roman World* / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2007. – P. 127–128.

²²¹ Всадники (*equus romanus*) – второе по влиятельности после сенаторов сословие в Древнем Риме. Публиканы впервые упоминались в 493 г. до н. э. греческим историком Дионисием Галикарнасским (Cary E. *The Roman Antiquities of Dionisius of Halicarnassus* / E. Cary. – Vol. 3. – L.: W. Heinemann, 1953. – P. 291, note 1).

общества – *societates vectigalium publicanorum*, управлявшиеся главным предпринимателем (*manceps*)²²².

Так в Древнем Риме развитие государственного откупа пошло по специфическому пути. Общества публиканов, в отличие от коммерческих обществ в Древней Греции и других видов обществ в Древнем Риме, были юридическими лицами и одной из древнейших форм акционерных компаний. По словам М. Вебера, они стали «высшей точкой развития античного капитализма»²²³.

В основе деятельности обществ публиканов «лежала отдача в аренду государственных доходов... на основании договоров, называвшихся *locationes* или *venditiones* и заключавшихся с одним или с несколькими лицами на 3,5 или 100 лет». Эти лица «несли неограниченную имущественную ответственность перед государством и вносили... определённый залог». Лица, заключавшие такой договор с государством, объединялись в товарищество, в которое входили «полные товарищи, несшие полную ответственность (*socii*) и вкладчики, отвечавшие только суммой вклада (*affines*)». Руководил товариществом директор (*magister*), имевший в провинциях своих представителей (*promagistri*). Общества публиканов представляли «более сложную форму, чем *societates privatae*, и по основному характеру своему они стоят довольно близко к современным коммандитным обществам, но мало сходства имели с собственно акционерными компаниями», так как «существеннейшей черты последних, т. е. акций, не было ещё и в зародыше»²²⁴. С последними словами И. Т. Тарасова трудно согласиться – общества публиканов имели свои акции, и не только «в зародыше». Торговля и спекуляция ими активно велась на римском Форуме – торговой площади в центре Рима, ставшей центром общественной жизни.

Получение права на откупы или на подряды происходило во время собраний публиканов на Форуме, где заключались особые контракты (*tabulae censoriae*). Ежегодно сменявшиеся нанятые исполнительные директора обществ публиканов (*magister societatis*) были обязаны подавать публичную отчётность (*tabulae*) и регулярно проводить собрания

²²² Bang P. Predation / P. Bang // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 203.

²²³ Weber M. *Agrarverhältnisse im Altertum* // M. Weber. *Gesammelte Aufsätze zur Social- und Wirtschaftsgeschichte*. – Tübingen, 1924. – P. 28.

²²⁴ Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – М.: Статут, 2000. – С. 82.

акционеров. Некоторые из обществ публиканов были крупными предприятиями, в них работали десятки тысяч рабов, а сфера деятельности этих обществ охватывала различные регионы империи.

Особенность обществ публиканов была в том, что они имели право на корпоративную организацию (*ius corporis habendi*) и широко этим правом пользовались. Поэтому и считается, что экономическая и правовая организация обществ публиканов была близка к акционерным компаниям в современном понимании. Более ранние общества по сбору налогов в Греции и в государствах эпохи эллинизма не дошли до корпоративной стадии, так как не имели собственности, принадлежавшей обществу – вся собственность была государственной, и греческие общества по сбору налогов были всего лишь посредниками.

Эволюция обществ публиканов

В первые века Римской республики, когда институт публиканов только лишь формировался, они не имели ни значительных финансов, ни влияния. Начиная со II в. до н. э., по мере территориальной экспансии римского государства, публиканы сосредоточили в своих руках настолько значительные капиталы, что приобрели политическое могущество и стали «тем, чем мы их застаём в речах Цицерона – вершителями судеб римского государства»²²⁵. В это время публиканы образовали отдельное сословие – *ordo publicanorum*²²⁶.

«Громадные капиталы, которыми стали располагать нажившиеся на откупах в приобретаемых Римом провинциях публиканы, делали возможной реализацию откупного дела в форме обыкновенного товарищества». Так как для операций публиканов требовались крупные суммы, особенно с тех пор, когда территория римского государства значительно расширилась, арендаторами могли быть только лица, располагавшие немалыми капиталами. «Естественно, что для осуществления такого предприятия, которое требовало больших денежных средств, уже в древнее время составля-

²²⁵ Ростовцев М. И. История государственного откупа в Римской империи: от Августа до Диоклетиана / М. И. Ростовцев // *IVS ANTOQVVM*. Древнее право. – 2003. – 1 (11). – С. 162.

²²⁶ Hill H. *The Roman Middle Class of the Republican Period* / H. Hill. – Oxford: Basil Blackwell, 1952. – P. 55.

лись товарищества капиталистов. В составе товарищества различаемы были товарищи собственно (*socii*) и лица, участвующие в предприятии вкладами (*participes* или *affines*)»²²⁷. В дальнейшем из правового института долевых вкладов в общество публиканов развилась масштабная спекуляция паями.

Общества публиканов накопили огромные капиталы, которые они выгодно инвестировали, напоминая в этом отношении инвестиционные банки²²⁸. При сборе налогов они проводили весьма жёсткую политику, чем вызвали всеобщую неприязнь в римском обществе, а богатство, сосредоточенное в руках публиканов, так же как рост их политического влияния, всё больше беспокоили правящую элиту.

С началом эпохи империи влияние публиканов было ограничено, а существовавшая во времена республики система передачи сбора налогов обществам публиканов была отменена. Первый из императоров, Юлий Цезарь, наиболее активно выступал против неё, так как именно эта система подпитывала публиканов, бывших, подобно современным олигархам, основным препятствием на пути установления предельно централизованной императорской власти.

Когда начало применяться прямое налогообложение, крупные общества публиканов стали исчезать, а их функции выполняли государственные чиновники и сенаты городов. Так система сбора налогов становилась всё более централизованной. Юлий Цезарь решил создать монархию, в основе которой лежало бы уже не римское гражданство, а римское государство. Образованные римляне справедливо считали, что именно Цезарь был губителем республиканской свободы, однако города были рады избавиться от публиканов с их жёсткими методами сбора налогов и поэтому охотно помогали государству собирать налоги. И хотя сбор не прямых налогов какое-то время ещё оставался в руках налоговых обществ откупщиков, они всё больше контролировались Цезарем и его преемниками.

Общества публиканов смогли появиться только при поддержке государства, которому обременительно было заниматься таким кропотливым делом, как сбор налогов, и оно

²²⁷ Суворов Н. С. Об юридических лицах по римскому праву / Н. С. Суворов. – М.: Статут, 2000. – 299 с. – http://civil.consultant.ru/elib/books/8/page_23.html. Книга Н. С. Суворова первоначально была опубликована в 1892 г.

²²⁸ Harris W. The late Republic / W. Harris // The Cambridge Economic History of the Greco-Roman World / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2007. – P. 519–520.

охотно передавало публиканам права на это. Но как только государство перестало эти общества поддерживать, они быстро исчезли, так как не могли существовать без откупов на сбор налогов – главного, если не единственного источника их доходов.

Коммерческие общества, продолжавшие существовать во времена империи, не были преемниками обществ публиканов. К тому же эти общества всё реже использовали корпоративную форму организации – их вполне устраивала форма простых обществ *societas voluntaria* или *societas privata*. Сами же публиканы вскоре полностью исчезли, оставив весьма слабый след в законодательстве Римской империи. В *Corpus Iuris Civilis*, основном источнике римского права, который начали составлять в VI веке н. э. по указу византийского императора Юстиниана²²⁹, публиканы и их общества упоминаются, однако в таком контексте, что создаётся впечатление их незначительной роли в сборе налогов, а сами эти общества предстают как случайное явление в истории Рима.

Этим объясняется и то, что хотя Восточная Римская империя позаимствовала все основные финансовые институты классического Рима, ничего подобного обществам публиканов и спекуляции их акциями (либо тем, что напоминало акции), в Византии не было известно.

Прототипы акций – particulae

Собственность в обществах публиканов была разделена на доли (*partes*), которые могли продаваться. Это было ещё одно принципиальное отличие публиканов от других обществ, приближая их к акционерным компаниям в современном понимании. Сейчас трудно судить, в какой мере *partes* можно считать акциями, но они их действительно напоминали. Поэтому далее для простоты мы их будем условно называть «акции».

Цицерон не раз упоминал в своих речах *partes*. Он называл владельцев акций (часто рядовых граждан) *participes*. Иногда он говорил о крупных акциях (*magnae partes*), иногда о *particula, particulae* – мелких акциях. Очевидно, акции раз-

²²⁹ Работа эта не была завершена, а основные разделы кодекса – *Institutiones* и *Digesta*, – были скомпилированы из текстов III века н. э., написанных в эпоху империи.

ных обществ имели различный номинал, и мелкие акции (*particulae*) были гораздо более распространены²³⁰.

Покупка и продажа *particulae* стала обычной практикой начиная со II века до н. э. В Риме место, где происходили операции по покупке-продаже акций, находилось на Форуме. «Сделки заключались на ежедневных биржевых сходках возле храма Кастора²³¹ на Форуме – большой публичной площади Рима. Здесь было тесно от народа, в толпе шла оживлённая торговля долевыми паями компаний по откupu налогов, всевозможными товарами, которые продавались как за наличные деньги, так и в кредит, земельными угодьями, расположенными в Италии и провинциях»²³². Как и современные акции, *particulae* имели курсовую стоимость, изменяющуюся со временем²³³. Так Форум стал напоминать биржу, где расцвела спекуляция всех видов.

Спекуляция акциями обществ публиканов стала модным увлечением. Поскольку доли собственности в этих обществах и, соответственно, стоимость акций были различны, успех такой спекуляции трудно было предвидеть. Цицерон упоминал, что многие граждане были в той или иной мере связаны с этим бизнесом. По его словам, приобретение акций обществ публиканов подобно азартной игре, в которой не желали участвовать консервативно настроенные лица²³⁴.

В Римскую империю входили многие страны и народы, и среди покупателей *particulae* немало было состоятельных инвесторов, не являвших гражданами Рима. В большинстве обществ публиканов иностранным инвесторам было разре-

²³⁰ Malmendier U. Roman Shares / U. Malmendier // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 38.

²³¹ Храм Кастора и Поллукса (храм Диоскуров) – один из древнейших храмов на Форуме, построенный в 484 году до н. э. и посвящённый близнецам Кастору и Поллуксу, сыновьям Юпитера.

²³² Ростовцев М. И. Общество и хозяйство в Римской империи / М. И. Ростовцев. – В 2. Т. 1. – СПб.: Наука, 2000. – С. 47.

²³³ Цицерон в речи против Ватиниуса говорит об акциях, «имевших высокую цену в данный момент» (*partes illo tempore carissimae*) (Vat. 29) (Цит. по: Bang P. Predation / P. Bang // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 215).

²³⁴ Отрывочные свидетельства Цицерона и других римских авторов подробно проанализированы в работах: Deloume A. *Les Manieurs d'Argent a Rome: Les Grandes Compagnies par Actions, le Marche, Puissance des Publicains et des Banquiers jusqu'a L'empire. Etude historique* / A. Deloume. – Paris, 1890. – P. 120; Kniep F. *Societas publicanorum* / F. Kniep. 2 vols. Vol. 1. – Jena, 1896. – S. 204.

шено владеть их акциями, а для инвесторов было выгодным вложить свои капиталы в римские акции, свободно покупавшиеся и продававшиеся на Форуме²³⁵.

Так общества публиканов, широко распространившиеся в эпоху Римской республики, стали прототипами первых акционерных компаний, выпускавших свои ценные бумаги. Возник их рынок – первый из известных нам. Можно спорить о тонкостях правовых различий между обществами публиканов и акционерными компаниями, но в данном случае это не столь существенно. Очевидно, что общества публиканов можно считать первыми прототипами акционерных компаний, а их *particulae* – первыми прототипами акций.

Почему эти общества исчезли на долгое время и почти полторы тысячи лет не возрождались? Ответ прост. Общества публиканов были логичным продолжением децентрализованной формы античной экономики, связанной с сетевой моделью полисов – торговых городов-государств. В Древней Греции первые общества не дошли до акционерной формы, преждевременной в древнегреческой экономике.

В Древнем Риме была создана правовая основа для дальнейшего развития коммерческих обществ и появились публиканы. Римская республика до определённого времени продолжала традицию децентрализованной полисной экономики, но когда в эпоху Римской империи начали усиливаться тенденции централизации и создания директивно управляемого государства, общества публиканов стали лишними.

К тому же с III в. н. э. в римской экономике начался системный кризис, ставший причиной политического ослабления Рима. С кризисом были связаны рост инфляции, повышение стоимости кредита и постоянная нехватка денег. В экономической системе империи финансовые потоки возникали преимущественно от сбора налогов в колонизированных провинциях, однако возможности поступления денег из этих источников были ограничены. Об инвестировании этих денег в какое-либо производство речь вообще не шла – они использовались на потребление, а воспроизводство капитала не было обеспечено. В случае, когда возникала цель получения прибыли, в римском обществе для этого использовалась земельная рента и ростовщичество.

²³⁵ Zimmermann R. *The Law of Obligations: Roman Foundation of the Civilian Tradition* / R. Zimmermann. – Oxford, 1996. – P. 468.

В Восточной Римской империи – Византии, централизованном государстве, существовавшем до XV века, – нечто подобное публиканам также было не нужно и не возникло. Централизованные государства вообще не способствовали появлению финансовых инноваций – их больше привлекала стабильность и вековая незыблемость, а не открытость новому. И только когда в итальянских городах-государствах (Венеции, Флоренции и других) возродилась модель античного полиса, там снова появились всевозможные финансовые инновации, в том числе и ценные бумаги.

От Древнего мира – к средневековой Европе

Повлиял ли римский опыт финансовых операций на итальянские города-государства эпохи Возрождения? Скорее всего, не повлиял. Территориальная близость Венеции и Рима не должна вводить в заблуждение – это были совершенно разные эпохи и культуры, почти не связанные между собой. С падением Рима опыт финансовых операций был утрачен и возник исторический разрыв традиций.

В значительной мере он был связан с позицией христианской церкви. Христиане долго преследовались в Римской империи, поэтому христианская Европа отбросила всё наследие Рима как языческое и чуждое по духу. Показательно, что когда во времена Ренессанса возник интерес к наследию античных цивилизаций, произведения древних авторов (в частности, Аристотеля) попали в Европу в арабских переводах. Так после падения Рима наступил продолжительный период культурной изоляции Европы, хорошо заметный на фоне процветания Византии и, особенно, исламских стран – туда на много веков переместился центр культурной и экономической жизни.

Важнейшим экономическим наследием Древнего мира были деньги и римское право – эти инновации сохранились на века. И хотя в следующие тысячу лет Европа не отличалась своим экономическим развитием, деньги и право выжили. Сохранились не только идея денег и право, но и менее (если не более) важные вещи – идеи торгового города-государства, а также акционерного общества и его ценных бумаг.

Глава 2

Между Востоком и Западом

Арабский мир и финансовые инновации

Арабский мир

После падения Рима экономическое пространство некогда огромной империи пришло в упадок. Римский мир – *Rex Romana*, – перестал существовать, и хотя ещё тысячу лет продолжалась история Византии (формально называвшейся Восточной Римской империей), в центре событий в эти тысячу лет была не Византия, а иной экономический и политический мир – арабский. Новая империя, Арабский халифат (632–1258), объединила под властью ислама обширные пространства от Китая до Испании и Северной Африки. Арабский мир сформировался вокруг древних караванных путей, пролежавшие через просторы Азии и связавших обширные территории, простиравшиеся от Атлантического до Тихого океана.

«Мир ислама...нельзя представить без движения караванов через огромные безводные моря, без пустынных и степных пространств; его трудно представить также без плавания по Средиземному морю, без морских путешествий через Индийский океан к берегам Китая». Подобно тому, как христианство многое унаследовало от Римской империи, «так и ислам при зарождении воспользовался тем, что Ближний Восток был одним из старейших, если не самым старейшим перекрестком для людей и цивилизованных народов»²³⁶. При правлении династии Аббасидов (750–1258 гг.) на рынках огромного арабского государства можно было найти товары со всех концов мира. Ислам не осуждал предпринимательство, и ремесло купца пользовалось в мусульманских странах тем уважением, которого не хватало в средневековой христианской Европе. Хотя займы под процент ислам отвергал так же, как и христианство, вся мусульманская культура имела торговый характер – в отличие от культуры христианской.

²³⁶ Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – С. 40, 66.

Арабы прославились как торговый народ задолго до возникновения ислама и начала арабских завоеваний. Римский историк Плиний Старший в своей «Естественной истории» (б. 32) называл арабов богатейшим в мире народом. Они разбогатели за счёт торговли между Римской империей и странами Востока – прежде всего, Индией и Китаем. Поэтому издавна арабов считали «изобретателями международной торговли»²³⁷. Секрет богатства арабов был прост – они контролировали торговый маршрут, связывавший Восток и Запад, Европу и Азию – знаменитый «Великий шелковый путь», существовавший со II в. до н. по XV в. н. э. По этому пути из Китая на Запад экспортировался не только шелк, но и многие инновации, такие как бумага и порох (по развитию технологий Китай намного превосходил Арабский халифат, не говоря уже о странах Европы). Арабские купцы сохраняли свою монополию на торговлю шелком, поддерживая высокие цены на него. И Рим, и Византия, и Персия не раз пытались ослабить эту монополию, но эти попытки не имели успеха.

Кроме больших караванов, отправлявшихся по Великому шелковому пути, арабские купцы хорошо знали морские маршруты в Китай, Корею, Индонезию. Все эти торговые пути арабской торговли возникли задолго до появления ислама, и римский император Марк Аврелий (121–180 гг. н. э.) заинтересованный в расширении импорта шелка, даже посылал торговую делегацию в Китай.

Основатель ислама Мухаммед ибн Абдулла, родившийся в Мекке около 570 г., до того как стал пророком и основателем новой религии значительную часть своей жизни занимался торговлей. Он руководил большими караванами, отправлявшимися в Индию и Китай, а его жена, состоятельная Хадиджа, вкладывала свои капиталы в караванную торговлю.

Торговый дух арабов нашел свое отражение в образе Синдбада-морехода из сказок «Тысячи и одной ночи» (хотя позже, когда вместе с распространением ислама началась эпоха завоеваний, арабы стали восприниматься больше как агрессивные и бесстрашные воины, чем как купцы). Синдбад, уроженец пакистанского Синда, видел смысл своей жизни в том чтобы путешествовать в далекие страны и вы-

²³⁷ Sprenger A. Die alte Geographie Arabiens als Grundlage der Entwicklungsgeschichte des Semitismus / A. Sprenger. – Bern: Commissionsverlag von Huber & Comp., 1875. – S. 229.

годно торговать с неведомыми народами. «Путешествия Синдбада – это озарения, чудеса, катастрофы, случавшиеся в Индийском океане. Однако мировая морская участь ислама решалась не там, а на Средиземном море. Именно здесь он одерживал победы, отчаянно сражался и в конечном счёте проиграл»²³⁸.

На протяжении многих веков арабские купцы были единственными, кто доставлял африканское золото из Судана и чернокожих рабов в Средиземноморье, а шелк, пряности и жемчуг из стран Среднего востока в Европу. И только начиная от Александрии, Алеппо, Бейрута и других средиземноморских городов торговля этими товарами переходила в руки итальянцев, до эпохи Крестовых походов имевших второстепенное значение по сравнению с арабами. В этом смысле арабский мир был характерным примером транзитной цивилизации, вся жизнь которой была связана с посредничеством в мировой торговле, предполагавшей перемещение людей, товаров и капиталов на большие расстояния.

В этой транзитной торговой цивилизации не только были накоплены огромные богатства, но и возникли многие экономические и финансовые инновации – обеспечение прав собственности (в том числе иностранцев), оффшорные торговые центры, коммерческие объединения купцов – гирад (qirad), и первые прототипы доверительных трастов – вакуф (waqf)²³⁹. Эти передовые методы были потом усовершенствованы итальянцами и под влиянием этих инноваций в Европе в эпоху Возрождения начал зарождаться европейский капитализм.

Арабский мир и Китай

Были ли эти инновации в арабской торговле позаимствованы или возникли самостоятельно в странах ислама? На первый взгляд, источником многих технологических инноваций в то время был Китай, с которым соприкасался исламский мир. В VIII веке, во времена правления династии Тан (618–907 гг.) китайская торговля переживала расцвет, а границы Китая расширились от Бухары на западе до Тихого

²³⁸ Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – С. 80.

²³⁹ Koehler B. Early Islam and the Birth of Capitalism / B. Koehler. – N.Y. – L.: Lexington Books, 2015. – P. 3.

океана на востоке. Торговые связи Китая достигали Византии и Сирии, а китайские корабли посещали Индию, Персию, Арабский халифат, Японию и Корею. В главном китайском порту Гуаньчжоу была большая колония иностранных купцов (главным образом из Арабского халифата), достигавшая 100 тыс. человек²⁴⁰.

Однако финансовые инновации в китайской торговле были не так хорошо развиты, как может показаться на первый взгляд. В Китае действительно давно появились письменные долговые обязательства. Для перемещения на большие расстояния крупных сумм налогов и прибыли от чайной торговли наличные деньги в виде тяжелых связок монет сдавались с особые учреждения (цзиньцзоуюань), где купцам выдавался документ – фейцянь (дословно – «летающие деньги») ²⁴¹. Этот документ купцы могли предъявлять в других городах, обменивая его на наличные.

При использовании фейцянь комиссионные составляли 10% и этот финансовый инструмент был выгодным для посредников. Фейцянь не были заменителем металлических денег, а лишь средством их перевода. Они напоминали чеки или депозитные сертификаты; некоторое сходство можно усмотреть и с векселем²⁴². По такому же принципу использовались и другие письменные долговые обязательства – цзяоцзы (дословно «те, которые можно обменять на наличные деньги»). Со временем эти долговые обязательства всё больше выполняли функцию бумажных денег, а в 1160 г. начался выпуск хуэйцзы – государственных бумажных денег.

Китайские долговые обязательства ничем не напоминали ни древнеримские прототипы акций – *particulae*, ни первые итальянские облигации, оставшись на уровне простых кредитных инструментов, подобных тем, что использовались в древнем Вавилоне. К тому же не факт, что эти инструменты появились в Китае раньше, чем выполнявшая подобные функции арабская суфтаджа, использовавшаяся ещё во времена пророка Мухаммеда.

²⁴⁰ Мошенский С. З. Эволюция векселя / С. З. Мошенский. – К.: Планета-Друк, 2005. – С. 60–72. – www.books.google.com.

²⁴¹ Итс Р. Ф. Очерки истории Китая с древнейших времен до середины XVIII в. / Р. Ф. Итс, Г. Я. Смолин. – Л.: Гос. учебно-педагогич. изд-во, 1971. – С. 109.

²⁴² Ивочкина Н. В. Возникновение бумажно-денежного обращения в Китае. Эпохи Тан и Сун / Н. В. Ивочкина. – М.: Наука, 1990. – С. 52.

На рубеже нашей эры в Китае возникли общества взаимного кредитования при буддийских монастырях, однако ничего не известно о существовании коммерческих объединений, подобных арабским гирад (qirad) или римским обществам публиканов. А правовых конструкций, сравнимых с римскими представлениями о юридическом лице, корпорациях и долях их собственности, в Китае, судя по всему, вообще не существовало.

Китай всегда стремился к изоляции. Парадоксальным образом эта древняя культура стала наиболее открытой не по своей воле, а во времена монгольского владычества (1215–1368), когда торговые связи монгольского Китая достигли генуэзских и венецианских колоний на Черном море. Однако эта открытость была недолгой. Во времена династии Мин монголы были изгнаны, и в 1368 г. Китай снова обрёл независимость, но древние маршруты караванной торговли через Центральную Азию оставались перекрыты монголо-татарами. Великий шелковый путь начал приходить в упадок. Чтобы найти новые торговые маршруты, с 1405 по 1432 гг. были организованы семь крупных морских экспедиций адмирала Чжэн Хэ, достигших Красного моря и берегов Африки. Однако вскоре морские плавания были прекращены – победили консерваторы и сторонники изоляции, а китайская столица была перенесена из прибрежного Нанкина в находившийся в глубине страны Пекин.

Скорее всего, финансовые инновации в арабском мире (использование чеков – сакк, долговых обязательств для перевода денег – суфтаджа, создание коммерческих обществ – гирад, и доверительных фондов – вакуф) были не столько связаны с Китаем, сколько стали дальнейшим развитием наследия эллинистических культур, остатки которых были поглощены Арабским халифатом.

Финансовые центры и финансисты

В Арабском халифате быстро росли города, где торговые операции были сосредоточены на хорошо организованных базарах. Там легко можно было получить финансовые услуги (в основном, обмен денег и получение кредитов), их предлагали профессиональные ростовщики – саррафы. Так как исламские законы осуждали ростовщическую деятельность, среди саррафов большинство было евреями, отношение к которым в Арабском халифате

было более чем толерантным. Евреи с арабскими именами были не только крупными предпринимателями, но и временами занимали высокие государственные должности. В городах халифата было накоплено значительное богатство – богатство и роскошь для элиты исламского мира давно стали привычными, а способность арабской экономики производить богатство намного превосходила европейскую экономику того времени. Капиталы концентрировались в основных финансовых центрах – Медине, Дамаске и Багдаде.

К началу X века более всего финансовые услуги были развиты в Багдаде, основанном в 762 г. как новая столица Арабского халифата. К X веку он стал крупнейшим городом мира (в Багдаде жило около миллиона человек, в Басре – 200 тысяч, в Лондоне – около 20 тысяч). Место для города на пересечении торговых путей было выбрано удачно, и вскоре Багдад стал основным финансовым центром халифата. В этом городе купцы могли не только проводить любые операции по обмену золотых и серебряных монет, но и легко найти кредит, а также организовать перевод денег между различными городами и странами, используя инструмент, подобный чеку – сакк (sakk), или подобное вексельное обязательство – суфтаджу (suftadjah).

В Багдаде сформировался многочисленный слой профессиональных финансистов (jahbad), принимавших депозитные вклады, выдававших кредиты для финансирования торговли с дальними странами и даже предоставлявших займы государству. Финансисты в Багдаде были настолько многочисленны, что занимали отдельную улицу. Немало их было и в других городах арабского мира²⁴³. Финансовые услуги в арабских странах развивались быстро, и в IX веке было создано государственное учреждение *diwan al jahbad* – совет финансистов при халифе. Наиболее известными багдадскими банкирами того времени были христиане Ибрагим ибн Айюб и Стефанос, а также евреи Юсуф ибн Финеас и Харун ибн Амрам.

Во времена багдадского халифа Муктадира (895–932 гг.) был предпринят первый государственный заём. Так как провинции Арабского халифата имели достаточно большую

²⁴³ По свидетельству персидского путешественника Насира-и-Хусрау, в Исфахане в 1052 г. было не менее 200 банкиров (Ashtor E. A social and economic history of the Near East in the Middle Ages / E. Ashtor. – Berkeley: University of California Press, 1976. – P. 145–146).

автономию, у халифа стало не хватать денег на военные расходы и на привычную роскошь во дворце. Было решено выплачивать жалование придворным не наличными, а долговыми расписками, по которым деньги можно было получить либо позже в полном объеме, либо сразу, но в размере 50% суммы. Эта практика стала шагом к первому государственному займу, который организовали банкиры Юсуф ибн Финеас и Харун ибн Амрам²⁴⁴. Подобные займы проводились и в дальнейшем, однако в них не использовались инструменты, подобные более поздним европейским облигациям – в арабском мире их ещё не существовало.

Арабские ценные бумаги – суфтаджа

В арабском мире давно были известны письменные долговые обязательства (суфтаджа, *suftajah*), связанные с правовой идеей возможности передачи долга (хавала, *hawala*). Предположение, что европейский вексель возник в Италии под влиянием суфтаджи, высказывалось не раз. Фернан Бродель считал, что «вексель, давно известный в странах победоносного ислама IX–X вв., зародился на Западе в XII в», потому что и там деньги «должны были перемещаться на огромные расстояния, через все Средиземноморье и от итальянских городов к ярмаркам Шампани»²⁴⁵. Другие осторожно отнесли к таким параллелям²⁴⁶, но, как бы там ни было, существование разветвленной системы торговли на далекие расстояния, требовало инструмента для безопасной передачи денег.

Такими инструментом стала суфтаджа. Создатели исламского права разработали правовую конструкцию передачи долгового обязательства (хавала, *hawala*), воплощенного в документе – суфтаджа, однако они не определили формальные требования к самому документу, который составлялся в произвольной форме как долговое обязательство²⁴⁷.

²⁴⁴ Tanukli al Muhhasin ibn Ali. The Table-Talk of a Mesopotamian Judge / Tanukli al Muhhasin ibn Ali // Islamic Culture. – 1929. – №3. – P. 505.

²⁴⁵ Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV–XVIII ст.: У 3 т. Т. 1. Структури повсякденності: можливе і неможливе. – К.: Основи, 1995. – С. 410.

²⁴⁶ Ashtor E. A social and economic history of the Near East in the Middle Ages. – Berkeley: University of California Press, 1976. – P. 144.

²⁴⁷ Принципы хавалы и правила использования суфтаджи появились в VIII веке в завершенном виде уже в трактатах основоположников исламского

Сохранившиеся документы X века еврейских купцов Каира подтверждают распространенность суфтаджи²⁴⁸, с помощью которой крупные суммы можно было безопасно передавать на большие расстояния²⁴⁹. Суфтаджа особенно широко использовалась членами коммерческих объединений – гирад (qirad), дававших возможность обходить запрет на кредит под проценты с помощью неформальных договорённостей.

Право выписывать суфтаджу имело любое лицо, и этот документ получил широкое распространение в Арабском халифате. Однако со временем понятие «суфтаджа» использовалось всё реже, и на смену ему пришло понятие «хавала», обозначавшее теперь не только правовой механизм передачи долгового обязательства, но и сам документ, используемый для этого.

Использование суфтаджи требовало личного доверия и системы личных связей. В крупных финансовых центрах, таких как Багдад или Басра, финансисты принимали к оплате суфтаджу без проблем, подобно тому как со временем в Европе принимались к оплате векселя, но даже в Александрии, одном из крупнейших городов Египте, часто нелегко было найти банкира, который мог бы выдать суфтаджу для оплаты в Каире²⁵⁰. Поэтому переход к собственно вексельным операциям, подобных европейским, так и не был сделан. Отчасти по этой причине суфтаджа использовалась в основном еврейскими купцами, имевшими обширные личные связи во многих странах.

Прототипы инвестиционных фондов – вакуф

Вакуф представлял собой фонд, куда передавалось в доверительное управление имущество (часто недвижимость) с целью получения прибыли. Такие фонды возникли ещё во времена пророка Мухаммеда и были в арабском мире хорошо известны. Особенно они распространились в XI веке, ко-

права – Абу Ханифы и Малика бен Анаса в самом начале истории династии Аббасидов.

²⁴⁸ Shaked S. A tentative bibliography of Geniza documents. Prepared under the direction of D. H. Baneth and S. D. Goitein / S. Shaked. – P.: Mouton, 1964. – P. 245.

²⁴⁹ Ashtor E. Banking Instruments between the Muslim East and the Christian West // Journal of European Economic History. – 1973. – Vol. 1. – P. 557.

²⁵⁰ Goitein S. D. A Mediterranean Society. The Jewish Community of the Arab world as portrayed in the documents of the Cairo Geniza. Vol. 1. Economic Foundations. – Berkeley: University of California Press, 1967. – P. 243.

гда эти фонды стали основным источником финансирования мечетей и других религиозных учреждений. Временами управляющие такими фондами (мутавалли) использовали оказавшиеся в их распоряжении средства для спекулятивных операций²⁵¹.

Коммерческие объединения – гирад

Коммерческие объединения гирад (qirad) в Коране не упоминаются, но традиция связывает их появления с пророком Мухаммедом. Вероятно, эти объединения возникли в караванной торговле давно, возможно ещё до появления ислама. Чтобы организовать большой караван (иногда до 2000 тыс. верблюдов) и закупить товары для этого каравана, необходимы были значительные капиталы. Обычно это не были капиталы одного состоятельного купца, а вклады большого количества лиц, многие из которых лишь инвестировали свои деньги в караван и сами больше никак не были связаны с его организацией. Обычно инвесторы получали около 75% прибыли, а те, кто практически занимался организацией каравана – около 25%²⁵².

В дальнейшем именно объединения гирад²⁵³ стали образцом для итальянских комменд – коммандитных обществ (первое такое общество в Венеции упоминалось в 976 г.). От акционерных и других обществ гирад отделяла непреодолимая пропасть, связанная с особенностями исламского права, для которого в корне чуждой была сама идея юридического лица, так легко прижившаяся в Древнем Риме.

Акционерное общество в европейском смысле было невозможно без использования понятия «юридическое ли-

²⁵¹ Kuran T. The provision of Public Goods under Islamic Law: Origin, Impact and Limitations of the Waqf System / T. Kuran // Law and Society Review. – 2001. – V. 35. №. 4. – P. 841–898.

²⁵² Исламское право определило правила организации таких объединений, их коллективного управления и распределения прибыли. Понятие qirad было разработано в VIII веке в школе исламского права Малика ибн Анаса. В другой школе исламского права Абу Ханифы эти товарищества назывались mudarabah и musharaka (Koehler B. Early Islam and the Birth of Capitalism / B. Koehler. – N. Y. – L.: Lexington Books, 2015. – P. 123–128; Udovich A. Partnership and Profit in Medieval Islam / A. Udovich. – New Jersey: Princeton University Press, 1970. – P. 129).

²⁵³ Подобные объединения (isqa) существовали и у еврейских купцов (подробнее см.: Udovich A. Partnership and Profit in Medieval Islam / A. Udovich. – New Jersey: Princeton University Press, 1970. – P. 199–201).

цо», но для исламского права это было совершенно неприемлемое «фиктивное лицо». Исламское право признавало только реальных лиц, поэтому те виды деятельности, которыми в Европе все больше занимались первые торговые общества (их организационная форма всё больше эволюционировала, приближаясь к акционерным компаниям), в странах ислама монополизировали вакуфы.

Однако у фондов вакуф (как и у товариществ гирад) не было возможностей для какого-либо институционального развития. Юридическим лицом ни вакуф, ни гирад стать в принципе не могли, а передача долей собственности была невозможной – всё это противоречило самой сути исламского права.

Проникновение арабских инноваций в Европу

На протяжении нескольких веков арабы контролировали Средиземное море, где проходили одни из важнейших торговых маршрутов, по которым в Европу попадали не только восточные товары, но и новые знания. Арабские корабли были обычными в портовых городах на юге Италии, а итальянских купцов часто можно было встретить в Каире, Иерусалиме и других городах арабского Востока. Арабское влияние на европейцев в науке общеизвестно, хотя не меньшим (если не большим) оно было в сфере коммерции. Особенно сильными это влияние стало в XI–XII вв., когда часть Испании оказалась под властью арабов.

Арабские финансовые инновации активно заимствовались итальянскими купцами, ставшими главными посредниками между Востоком и Западом, а итальянская торговля «переняла эстафету у мусульманской торговли, достигшей своего расцвета в XI–XII в.»²⁵⁴. В частности, «использование векселя, заменявшего деньги при осуществлении платежа в незнакомом месте, стало одним из важнейших достижений, сделанных Западом на Востоке. Именно это за короткое время подняло итальянские торговые республики на такой уровень, что итальянские корабли начали плавать по всем морям и океанам, склады итальянских товаров были на всех берегах, а столы

²⁵⁴ Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV–XVIII ст.: У 3 т. Т. 2. Ігри обміну. – К.: Основи, 1997. – С. 475.

итальянских менял можно было видеть во всех городах»²⁵⁵.

Первым в сфере влияния арабской торговли оказался небольшой город-государство Амальфи. В то время Средиземное море контролировалось арабскими пиратами, нападавшими на прибрежные итальянские города (в том числе и на Рим). Амальфи избежал этой участи – купцы из этого города из-за близости Сицилии, контролировавшейся арабами, вынуждены были сотрудничать с пиратами. Так им удалось создать обширные торговые связи, открыв свои представительства в Константинополе, Каире, Иерусалиме. Особенно активизировалась активность амальфитянских купцов после того, как в 966 г. был подписан мирный договор между Византией и Египтом. Амальфи (как и Венеция) формально находился под властью Византии (хотя практически он был вполне независимым городом-государством), и купцы из этого города не упустили благоприятный момент для создания торговой колонии в Каире

В то время в исламском мире толерантно относились к тому, что европейские купцы открывали в арабских городах свои представительства (*funduqs*) – их было немало на Ближнем Востоке и в Северной Африке. В Европе также появлялись представительства арабских купцов, хотя и не в таком количестве – наиболее известными были торговое представительство в Константинополе и *Fondaco dei Turchi*, появившееся в Венеции уже после завоевания турками Византии.

Пример купцов из Амальфи воодушевил генуэзцев и венецианцев. Так итальянские купцы стали не только посредниками в обеспечении Европы арабскими товарами, но и проводниками арабских торговых и финансовых инноваций. Контакты с арабскими купцами, наиболее частые в XIII веке, пробудили в Европе интерес к изучению не только естественных наук, но и экономики под влиянием арабских источников (других в то время у европейцев не было)²⁵⁶.

В XII – XIII вв. после Крестовых походов и изгнания арабов из Испании их влияние на юге Европы заметно осла-

²⁵⁵ Grashoff R. Die *suftaga* und *hawala* der Araber. Ein Beitrag zur Geschichte des *Weschels*. – Göttingen: Druck der Univ. Buchdruck von W. Kastner, 1899. – S. 69.

²⁵⁶ В 1202 г. Леонардо Фибоначчи создал первое руководство по коммерции и арифметике – *Liber Abaci*. Фибоначчи начал изучать математику у арабских учителей в Алжире, который часто посещал по делам коммерции его отец; он также бывал в Египте и Сирии, где имел доступ к трудам античных и индийских математиков в арабском переводе.

бело. Уменьшилось и значение арабской торговли в Средиземноморье, где начали преобладать генуэзцы и венецианцы, ставшие основными посредниками между Западной Европой, Византией и арабскими странами.

Начало стагнации в странах ислама

Эпоха институциональной креативности в арабском мире, несколько столетий стимулировавшая коммерческую активность, исчерпала свои возможности уже к X веку, когда начали отмечаться первые признаки стагнации. Основная причина такой стагнации была связана с консервативной позицией исламского права. Так, в отличие от ранних европейских корпораций, перспективы дальнейшего развития объединений гирад и фондов вакуф отказались весьма ограниченными²⁵⁷.

А в Европе быстро распространялись организационные инновации. Первые комменды в Италии быстро адаптировались к рынку, превращаясь в семейные компании (такие как компания Медичи) и все больше приближаясь к акционерным обществам. Особенно ускорило развитие первых компаний то, что в XI веке католическая церковь начала называть себя «корпорацией» (это была «папская революция» 1075 г. Григория VII, после которой имущество церкви стало неприкасаемым)²⁵⁸.

Так доминирующая роль Арабского халифата в мировой экономике, сохранявшаяся несколько веков и достигшая своего апогея в 1250–1350 гг., начала слабеть из-за вызванной внутренними причинами стагнации. Именно это ослабление Востока стало причиной возвышения Запада – если бы влияние арабских стран не начало слабеть, они не пустили бы европейцев на свои торговые маршруты и дальнейший баланс сил в мировой экономике мог бы быть иным.

Когда европейцы стали захватывать торговые маршруты арабских купцов, у них не было товаров, интересовавших Восток – в странах Азии до XVIII объем производства значительно превосходил Запад. В 1750 г. из мирового ВВП, достигавшего 155 млрд долларов (в условных долларах по

²⁵⁷ Kuran T. The Long Divergence. How Islamic Law Held Back the Middle East / T. Kuran. – Princeton: Princeton University Press, 2011. – P. 68–76, 98, 120–125, 128–129.

²⁵⁸ Pirenne H. Medieval Cities: Their origins and Revival of Trade / H. Pirenne. – N.Y.: Garden City, 1956. – P. 121–151.

курсам 1960 г.), 77% было произведено в Азии, и только 23% в Европе²⁵⁹.

Однако европейцы, захватив Южную Америку, получили доступ к огромному количеству драгоценных металлов, особенно серебра, пользовавшегося спросом в Азии. Южноамериканское серебро они начали вкладывать в посредническую торговлю в Азии, приобретая для этого азиатские же товары. Так они не только получали прибыль, но и всё более закреплялись на азиатских товарных и финансовых рынках, ослабляя позиции стран Азии и обеспечивая себе будущую мировую гегемонию, проявившуюся в XIX веке, в эпоху Pax Britannica²⁶⁰.

Надолго ли? Когда задумываешься о возвышении стран Востока с конца XX века, особенно Китая, невольно вспоминаются слова Киплинга: *«Азию не обыграешь. Усвоить давно пора – Азии слишком много, и Азия слишком стара»*...

²⁵⁹ Bairoch P. The Main Trends in National Disparities Since the Industrial Revolution / P. Bairoch // Disparities in Economic Development Since the Industrial Revolution. [Ed. by P. Bairoch]. – L.: Macmillan, 1981. – P. 5. В 2015 г. эта сумма с учетом инфляции равна 1217,2 млрд долларов (www.inflation-calculator.com).

²⁶⁰ Frank A. ReOrient: Global Economy in the Asian Age / Frank A. – Berkeley: University of California Press, 1998. – P. 185, 277–278.

Глава 3

Финансовый ренессанс в Италии и первые европейские ценные бумаги

Упадок экономической жизни в средневековой Европе

После падения Римской империи на территории Европы часть городов либо исчезла, либо уменьшилась до размеров небольших селений²⁶¹, а экономика деградировала. Средневековая Европа была экономически отсталым регионом мира – и Византия, и мусульманские страны, и Китай значительно превосходили её не только по количеству и размерам городов, но и по развитию денежного обращения. Хотя для традиции евроцентризма было свойственно изображать историю так, как будто мир вращался вокруг Европы, успешно боровшейся с «неверными» мусульманами, в действительности мир в X веке вращался явно не вокруг Европы, а вокруг Багдада или Константинополя.

В Средневековье банкирская деятельность, которой в Римской империи занимались аргентарии, почти полностью угасла – христианство отрицательно относилось не только к ростовщичеству, но и в целом к «языческим» античным традициям. Денежное обращение заметно сократилось, и на смену ему пришёл бартер. Влияние христианской этики, осуждавшей предпринимательство и получение прибыли, привело к тому, что всякая коммерческая деятельность стала считаться если не греховной, то почти греховной, и её престиж в обществе заметно снизился.

Из-за запрета на ростовщическую деятельность кредитные операции стали использоваться гораздо реже. В меньшей мере церковные ограничения коснулись простых операций по обмену денег, и накопление золотых или серебряных монет стало в эти века единственным доступным способом сбережений. Об их инвестировании, тем более выгодном, речи вообще не было.

²⁶¹ В X веке в Европе было два десятка городов, в которых жило всего лишь по несколько тысяч жителей. Крупнейшими городами были Венеция и Лондон – их население достигало в это время более 10 тысяч человек. Население Константинополя – столицы Византийской империи – составляло в то время около 1 млн; таким же большим был Багдад, столица Арабского халифата.

Ценные бумаги в это время не использовались – римские общества публиканов с их *particulae* были надолго забыты, а о ценных бумагах в Арабском халифате в Европе VI–X веков, скорее всего, никто ещё не слышал. Находящаяся в состоянии стагнации европейская экономика была замкнутой, а международные связи развиты слабо. В сущности, в таких условиях в простейших ценных бумагах не было никакой потребности, и для возникновения даже векселя подходящие условия ещё не сложились. Чтобы появились такие инновации, нужна была другая эпоха с другой степенью открытости, прежде всего открытости новому – тому новому, которое часто оказывается хорошо забытым старым.

Из финансовых услуг в Европе сохранилось лишь ремесло менял, занимавшихся обменом денег на рынках. Сначала этим занимались преимущественно евреи, однако с XI в. их стали вытеснять итальянцы – ломбардцы, а также флорентийцы и венецианцы, вскоре взявшие сферу финансовых услуг полностью в свои руки.

Эпоха Крестовых походов и возвышение итальянских городов

Переломным моментом в развитии западноевропейской международной торговли стала эпоха Крестовых походов (1095–1290 гг.), когда все маршруты крестоносцев проходили через Италию. Так она овладела торговыми путями Средиземного моря, где раньше безраздельно господствовали арабы и византийцы. Первые попытки итальянских городов Амальфи и Венеции потеснить византийцев начались ещё в X веке, а со времён Крестовых походов возникают связи между итальянскими и арабскими купцами. Вскоре, благодаря регулярно отправляемым геновским и венецианским, а позже и флорентийским флотилиям, итальянцы стали главными посредниками в снабжении Европы восточными товарами, в том числе из Индии и Китая. Так происходило проникновение в Европу восточных идей и обычаев, а также торговых и финансовых инноваций.

В эпоху Крестовых походов международная торговля настолько активизировалась, что в итальянских городах возник социальный слой профессиональных купцов – до того в странах Европы были лишь отдельные еврейские и греческие странствующие торговцы. Когда значение купцов возросло, и начало увеличиваться накапливаемое ими богатст-

во, всё большее значение стал приобретать ростовщический капитал. Активизировались денежный обмен и кредитные операции. И хотя городские советы Лиона (в 1274 г.) и Вены (в 1311 и 1392 гг.) решили наказывать ростовщиков большими штрафами, грозя им даже отлучением от церкви, это не смогло уменьшить растущий спрос на кредиты – в них была объективная потребность во время общего экономического подъёма.

Итальянские города (вначале Амальфи, а потом Венеция, Генуя, Флоренция и другие), имевшие наиболее выгодное географическое расположение, стали основным посредником в торговле между Европой и Азией. В этих городах формировались экономические принципы новой европейской цивилизации – индивидуализм, предпринимательство, рационализм и прагматизм.

Первым расцвет торговли начался в городах Южной Италии – в Амальфи, Палермо и Мессине, бывших под властью Византии и торговавших с Тунисом, а также с Египтом. Главным среди них был Амальфи – через него товары из стран арабского мира попадали в Рим и другие города Италии. Амальфи был небольшим городом, с трудом помещающимся вместе со своим портом в узкой долине между гор, круто обрывающихся к морю. Раннее возвышение Амальфи может показаться непонятным, но оно объяснялось связями с мусульманскими купцами и пиратами. Бедность города и неплодородность окружающих земель подталкивали его жителей к морской торговле с кем угодно – иного выхода у них просто не оставалось. Город полностью утратил торговое значение после 1073 г., когда он оказался под властью герцога Роберта Гвискара. Все привилегии со стороны Византии были отменены, и торговые связи Амальфи нарушились.

Началось возвышение Венеции, купцов из которой ещё в IX в. можно было встретить в Византии, Египте и Сирии. После Четвёртого крестового похода (1202–1204 гг.) и захвата Константинополя венецианские купцы стали полностью контролировать Средиземное и другие связанные с ним моря. В это время даже обсуждалась возможность переноса столицы Венецианской торговой республики в Константинополь. Так в эпоху Крестовых походов закончилась многовековая стагнация средневековой Европы и наступил период общего подъёма в торговле и предпринимательстве.

Средневековые ярмарки

В европейской системе торговли выделились два полюса – города Италии на юге и немецкие города Ганзейского союза на севере. Кроме торговых маршрутов Средиземного моря, ещё один торговый путь пролегал через Северное и Балтийское моря. Этот путь соединял Русь, Польшу и скандинавские страны с Англией, Фландрией и Брабантом. На этом торговом пути главными посредниками были северогерманские города, где созданный в XIII веке немецкий Ганзейский союз основал свои торговые колонии.

Центром европейского экономического пространства с XIII века стали ярмарки в Шампани, проводившиеся в городах Труа, Провен, Бар-сюр-Об и Ланьи-сюр-Марн, куда приезжали купцы из Франции, Италии, Германии и Англии. Связь между обеими морями, южным Средиземным и северным Балтийским установилась посредством этих ярмарок, где встречались купцы с юга и севера. Так возникало общее европейское экономическое пространство, и в разных странах Европы начался общий экономический подъём, стимулировавшийся началом массовой добычи серебра в австрийских Альпах. Ярмарки во французских городах Шампани проводились периодически на протяжении года, образуя непрерывный цикл ярмарочной торговли. На этих ярмарках расцвели кредитные операции и начали использоваться первые векселя²⁶².

Наибольший расцвет ярмарок был в 1130–1160 гг., после чего их значение стало снижаться. В XIV в. центр общеевропейского экономического пространства сместился с ярмарок Шампани в Италию, где во Флоренции начался расцвет текстильного производства, а затем и финансовых услуг. Генуэзцы освоили морские пути в Лондон, и новые торговые маршруты оказались более удобными, чем наземные, через французские ярмарки. По этой причине Франция на долгое время оказалась оторванной от основного направления развития общеевропейской экономики. В то время, когда генуэзцы и венецианцы начали посылать свои корабли в Англию и Фландрию в обход ярмарок Шампани, немецкие купцы, ранее регулярно посещавшие французские ярмарки,

²⁶² Подробнее см.: Мошенский С. З. Эволюция векселя / С. З. Мошенский. – К.: Планета-Друк, 2005. – 446 с. – www.books.google.com.

стали ездить в Венецию, установив прямые торговые связи с итальянцами.

Италия на перекрёстке торговых путей

К началу эпохи Крестовых походов на территории Италии существовали многочисленные города-государства, враждовавшие между собой. Крупнейшими из них были Венеция, Генуя и Флоренция. В целом экономическая жизнь итальянцев сильно отставала от развитых товарно-денежных отношений в Арабском халифате или в Китае. Однако в эпоху Крестовых походов, когда итальянские купцы выполняли большую часть операций по финансированию военных действий и по перепродаже добычи, они стали основными посредниками в торговых связях с арабским миром.

Поступавшие с арабского Востока товары лишь в незначительной мере потреблялись в самой Италии и перепродавались далее, на север Европы. Большинство из этих товаров были предметами роскоши. Так, шёлк приобретался по оптовой цене у арабских купцов, а затем перепродавался в розницу по всей Европе местными купцами. «Все богатства Востока, все караваны Леванта сосредоточивались в Италии и отсюда, как из центра, расходились в другие государства Западной Европы»²⁶³.

Благодаря торговым связям с арабским миром, в Италии распространилось больше всего восточных инноваций, связанных прежде всего с коммерцией. Изменилось само отношение к торговле и предпринимательству, бывшее до того в средневековой Европе негативным. Даже древние римляне в общем не были торговым народом – их больше интересовало совершенствование права и расширение границ своей империи за счёт постоянных войн. Торговлю и коммерцию они считали слишком низменным для себя занятием.

У потомков римлян отношение к коммерции стало иным. Когда в эпоху Крестовых походов началась активная торговля с Востоком, и её захватили в свои руки энергичные итальянцы, они прославились по всей Европе как деловой и коммерческий народ. Купеческая деятельность стала считаться престижной (в отличие от праздных состоятельных прожигателей жизни), и каждый, кто занимался торговлей,

²⁶³ Нисселович Л. Н. О векселях и их обращении / Л. Н. Нисселович // Счетоводство. – 1890. – № 11–12. – С. 128.

стремился соответствовать идеалу «доброго купца» – *buono tercatore*.

Так в итальянских городах задолго до знаменитой эпохи Возрождения в культуре (XIV–XV вв.) начался финансовый ренессанс и стали формироваться первые формы капитализма с его принципами индивидуализма и предпринимательства. В это время отношения, основанные на деньгах, заменили собой отношения, основанные только лишь на личных обязательствах. Под влиянием кодекса Юстиниана и наследия римского права формировалась новая правовая культура, а нотариально заверенные контракты стали обычным явлением. Это была целая коммерческая революция, сделавшая торговлю престижной, и торговые площади (такие как рынок Риальто в Венеции) оказались в самом центре итальянских городов.

Судьба этих городов решалась в далёких от них странах, и весь их успех был основан на возможности связать с Европой мир ислама или византийский Константинополь, чтобы получить от этого свою прибыль, а затем снова вложить её в закупки восточных товаров, таких как роскошные византийские ткани. Коммерческая сеть итальянских банкиров, ради своей выгоды имевших дело со всеми – и с мусульманами, и с евреями, и с православными, и с католиками – простиралась от Англии до Каспийского моря. Везде они были готовы финансировать торговые операции, охотно предоставляя кредиты под постоянный фиксированный процент и предлагая безопасную передачу денег с использованием нового в те времена инструмента – переводного векселя.

Финансовые услуги и первые итальянские банкиры

До начала эпохи Крестовых походов в Европе кредитными операциями занимались преимущественно евреи – иудаизм не запрещал давать кредиты под проценты людям другой веры, а христианские запреты на кредитную деятельность на евреев не распространялись. Они открывали ломбарды, кредитные лавки и первые банки. Особенно много еврейских банкиров было в Италии, отсюда их деятельность распространилась в Германии и в других странах Европы. Вскоре на смену евреям пришли сами итальянцы, а начавшийся в XII веке общий экономический подъём в итальянских городах-государствах сделал финансовые услу-

ги востребованными. Появилось новое понятие «банкерий» (*banchieri*), и в Генуе в начале XII в. было уже около 30 первых «банкиров».

Предшественниками первых итальянских банкиров были обычные обменщики валюты (а точнее, монет различных городов-государств) – менялы (*campsores*, кампсоры), цеховые объединения которых существовали во многих торговых городах Италии. Кроме обмена денег, все иные способы получения выгоды от финансовых операций считались ростовщичеством и были запрещены нормами церковного канонического права. С XII в. *campsores* и *cambiatores* стали распространёнными в Италии. Кампсоры проводили свои операции на рынках, сидя за специальными столами (*banco*), поэтому со временем их стали называть *banchieri* – банкиры, т. е. банкиры. Кампсоров (как итальянцев, так и евреев) не очень любили в городах Европы, – считалось, что они тайно предоставляли запрещённые церковью займы под проценты. Временами менял изгоняли из разных городов, а их имущество подлежало конфискации. Больше всего преследовали евреев как представителей другой религии, и за счёт этого в XIII–XIV вв. деятельность по обмену денег сосредоточилась в руках итальянцев.

В городах Италии (как и в городах Южной Франции) появляются профессиональные объединения финансистов – цеха менял (*arte del cambio*). В 1318 г. в Венеции в таком цехе было более 300 участников. Менялы начинают объединяться в «компании» и «общества» – так они сами называли свои объединения в деловой и личной переписке.

Распространение финансовых услуг в итальянских городах было основано на развитой системе денежного обращения. Благодаря удачной экономической политике венецианский золотой дукат, генуэзский золотой дженовин и особенно флорентийский флорин получили международное признание и стали чем-то вроде свободно конвертируемой валюты, подкрепляя этим финансовое влияние Венеции, Генуи и Флоренции в общеевропейском масштабе. А начинавшиеся в итальянских городах денежные потоки достигали не только Корсики и Сардинии, но и Франции, Испании, Богемии, Англии, а также стран Северной Африки и Византии. В то время все знали, что контролировали эти потоки первые итальянские банкиры – банкирии.

Так в Европе возникла разветвлённая и быстро расширявшаяся сеть итальянских финансистов, охватывавшая не только Средиземноморье, Испанию и Францию, но и север

Европы – Фландрию, Германию, Англию. Это была типичная коммерческая сетевая структура, не имевшая какого-либо выраженного центра и образованная сложным переплетением деловых связей между итальянскими банкирами в разных городах и странах²⁶⁴.

«В Европе и в Средиземноморье, на Западе и на Востоке – всюду были итальянцы... Итальянское торговое продвижение вскоре достигнет берегов Чёрного моря: итальянские коммерсанты, моряки, нотариусы будут там как дома. А их медленное, многовековое завоевание Запада было ещё более необычным». Со второй половины XIII века они «покрывают Францию своими могущественными торговыми домами», которые на самом деле были «лишь отделениями крупных флорентийских... и венецианских компаний». Это они вдохнули новую жизнь в ярмарки Шампани, они стали хозяевами Безансонских финансовых ярмарок. «Они были везде – умные, живые, несносные для других, предмет ненависти в такой же мере, как и предмет зависти»²⁶⁵.

Во Франции итальянские банкиры появились с XIII века, став кредиторами правительства и сборщиками налогов. Некоторые становились даже приближёнными банкирами французских королей. Альбиццо и Мучиато Гуиди, известные во Франции по прозвищам Биче и Моше, много лет служили Филиппу IV в качестве финансовых консультантов и казначеев несмотря на то, что Филипп был сильно озабочен риском иностранного влияния, в том числе и финансового. Большие колонии итальянских купцов и банкиров были в Брюгге и других городах Фландрии.

В начале XIII в. итальянские банкиры первыми получили привилегии от французских королей на Шампанских ярмарках, где они образовали своё профессиональное сообщество – *Universitas Mercatorum Italiae*, в которое входили представители Ломбардии, Пьемонта и Тосканы. А в XIV–XV вв. итальянские финансисты начали создавать первые банкирские компании – флорентийские семейные банкирские фирмы Барди, Перуччи, Медичи, а также известные в то время компании Аччаюоли и Уццано. Они занимались

²⁶⁴ Подробнее о коммерческих сетевых структурах в средневековой Европе см.: Burkhardt M. *Networks as Social Structures in Late Medieval and Early Modern Towns: A Theoretical Approach to Historical Network Analysis* / M. Burkhardt // *Commercial Networks and European Cities, 1400–1800* / Ed. by A. Caracausi, C. Jeggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 13–44.

²⁶⁵ Бродель Ф. *Материальная цивилизация, экономика и капитализм* / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 2. *Игры обмена*. – М.: Прогресс, 1988. – С. 141–142.

денежными переводами, депозитными и кредитными операциями.

Характерным примером была история флорентийской банковской компании Барди, обслуживавшей Папу Римского, который считал Барди своим депозитным банком. Банк Барди собирал церковные налоги (десятину) и депонировал у себя эти платежи, а также производил всевозможные финансовые операции по поручению папского престола. Компания была кредитором неаполитанских, французских и английских королей, имея пять представительств в Англии, шесть во Фландрии, четыре во Франции. Капитал Барди быстро рос – только за 10 лет он увеличился с 91 тыс. ливров в 1310 г. до 150 тыс. в 1320 г. Доходы распределялись между 14–16 основными участниками.

Кредитованием королевских семей увлеклись и другие банкирские семейные компании – Перуччи и Аччаюоли. Однако когда неаполитанский король Роберто (правил в 1309–1343 гг.) и английский король Эдуард III (правил в 1327–1377 гг.) отказались платить долги, выяснилось, что флорентийские банкиры не имеют возможности на них повлиять. А долги английского короля были особенно большими – 600 тыс. флоринов, взятые у Перуччи, и 900 тыс. флоринов – у Барди. Так семейные фирмы Барди, Перуччи и Аччаюоли столкнулись с проблемами и навсегда исчезли из истории финансов.

Кроме Венеции, Генуи и Флоренции, одним из крупных финансовых центров стала Сиена, где в 1209 г. возникла знаменитая банкирская фирма Бонсиньори (Bonsignore), связанная с Ватиканом и папскими финансами. В середине XIII в. представительство этой компании появилось в Англии, и король Генрих III пользовался кредитами не только флорентийских, но и сиенских банкиров.

О развитости финансовых услуг говорит тот факт, что в итальянских городах было большое количество мелких банкирских контор – только лишь в Венеции их насчитывалось около 1500. Об их деятельности можно судить по многочисленным сохранившимся документам, в том числе по воспоминаниям современников – таким как объёмный дневник Марино Сануто (Marino Sanuto). Однако сравнительно крупными были лишь десять банков (они назывались *banchi di stritta*), оказывавших заметное влияние на жизнь города. В 1498 г. депозиты в четырёх крупнейших из них достигали 1 млн дукатов, а количество вкладчиков в наиболее известном

банке Lirromano составляло 1248 (из них 700 принадлежали к богатейшей венецианской аристократии). Всего же к концу XV века банковскими услугами пользовалось 4000 человек (около 3% населения города).

В итальянских городах возникли и первые прототипы бирж. Это были периодические собрания купцов, кампсоров и банкиров для совершения вексельных операций и сделок с товарами, не требовавшими немедленной передачи этих товаров. Во Флоренции эти встречи проходили в крытом рынке Mercato Nuovo в историческом центре города, в Венеции – на рынке Rialto и в крытых галереях на мосту Ponte di Rialto, где были лавки кампсоров. Подобные собрания ростовщиков и банкиров были в Париже – в эдикте 1304 г. короля Филиппа Красивого упоминается «биржа», находившаяся (по примеру венецианского моста Риальто) на мосту Grand Pont через Сену²⁶⁶.

Торговые города-государства

На территории Италии единого государства не существовало, а центрами экономической жизни были города-государства – Генуя, Венеция и Флоренция, в которых возродилась к жизни на новом историческом этапе модель античного полиса. В судьбах этих крупнейших итальянских городов-государств было много общего, хотя были и существенные отличия. В масштабах всего Средиземноморья хорошо было заметно разделение труда. «Этот мир протяжённостью шестьдесят дней пути представлял собой своего рода... мировое хозяйство, замкнутую вселенную... В любом мировом хозяйстве должен быть свой центр, узловая точка, которая задаёт тон и своей деятельностью придаёт единство всему целому». В Средиземноморье XV и XVI веков такой центр «находился в узком четырёхугольнике», образованном городами Венецией, Миланом, Генуей и Флоренцией. Роль этих городов менялась и «центр тяжести постепенно перемещался из Венеции, где он ещё находился в начале столетия, в Геную, необыкновенный расцвет которой приходится на 1550–1575 годы»²⁶⁷.

²⁶⁶ Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 16.

²⁶⁷ Бродель Ф. Средиземное море и средиземноморский мир в эпоху Филиппа II / Ф. Бродель. – В 3 ч. Ч. 2. Коллективные судьбы и универсальные сдвиги. – М.: Языки славянской культуры, 2003. – С. 57.

Вскоре итальянские города-государства превратились в международные финансовые центры²⁶⁸. Венеция и Генуя особенно выделялись своим богатством и связями в странах Востока, где им во время Крестовых походов удалось приобрести немалые владения. Во время борьбы с исламом они выиграли гораздо больше, чем утратили, а когда речь шла о торговых интересах, они были готовы иметь дело с кем угодно, в том числе и с арабами.

Среди итальянских городов, господствовавших на море, Венеции больше повезло в том смысле, что ей не нужно было, как Генуе и Пизе, прибегать к насилию для достижения успеха в торговле. Находясь под достаточно условной властью Византии, Венеция оказывала империи многочисленные услуги, связанные с её обороной. Взамен она получила от византийцев многочисленные привилегии и без особого труда проникла на огромный византийский рынок.

Венеция и Генуя не ограничивались тем, что посылали свои корабли в страны арабского Востока, но и отправляли свои торговые эскадры в страны Запада – Фландрию, Англию и Северную Францию, снабжая их восточными товарами. Остальные итальянские города в средиземноморской торговле имели второстепенное значение. Флоренция долгое время была промышленным, а не торговым городом, производя шерстяные и шёлковые ткани, и лишь с XV века стала одним из важнейших финансовых центров.

Венеция – «город святого Марка»

Финансовый ренессанс начался в Венеции в XII веке. Этот город, «второй Константинополь» и «центр всего прекрасного», был не только законодателем мод, но важнейшим финансовым центром. «Это был самый цветущий и богатый город на всём Апеннинском полуострове до XVI ст... трудно было бы тесно связать судьбу этого города и остальных ломбардских общин: слишком особый, оригинальный характер носит история Венеции». В XII веке «не было на Средиземном море державы, кроме Генуи, которая могла бы со-

²⁶⁸ В середине XIV века торговый дом Перуччи имел 133 отделения в разных странах, а компания Барди – 346 отделений от Англии до Палестины.

перничать со столицей Адриатики» – Венецией – «в богатстве и силе флота»²⁶⁹.

Венецианцы гордились своей политической системой, считая, что их конституция была создана по образу Республики Платона, а Петрарка называл Венецию «чудесным городом». По словам венецианского историка начала XVI века, «порядок в делах управления этой святой республикой восхищает, на территории страны нельзя увидеть ни народных восстаний, ни соперничества между дворянами, наоборот, все живут в мире и единстве, защищая свою страну»²⁷⁰. И даже если эта картина идеализирована и приукрашена, реальный, не показной патриотизм венецианцев был всем хорошо известен.

Венеция возникла ещё во времена Древнего Рима, и этот город (расположенный преимущественно на островах вблизи побережья Адриатического моря) после падения Рима практически не пострадал от нашествия варваров. С IX века в состав островного государства, известного под названием Венецианской республики, входило 60 островов. Как и в Амальфи, зажатом в тесной лощине между гор, в Венеции на шести десятках островов были не самые удобные условия для жизни – там не было ни пресной воды, ни достаточных продовольственных ресурсов.

Колониальная империя венецианцев

«Вначале было море и немного земли», – любили говорить сами венецианцы. Расположение Венеции на островах предопределило её судьбу и стремление расширить сферу своего влияния до самых далёких берегов. И ренессансный XIV век в Венеции стал временем не только расцвета искусств, но и моды на далёкие путешествия. Отправиться в неведомые страны, как когда-то отправлялся Синдбад-мореход, стало признаком хорошего тона среди состоятельных венецианцев. Это и неудивительно – в богатых городах, а особенно в эпохи изобилия денег, всегда находилось немало людей, которых манили дальние горизонты. Так было не только в Венеции и так, наверное, будет всегда.

²⁶⁹ Тарле Е. В. История Италии в средние века / Е. В. Тарле. – М: Едиториал УРСС, 2010. – С. 147.

²⁷⁰ Цит. по: Брис К. История Италии / К. Брис. – СПб.: Евразия, 2008. – С. 200.

В эпоху Возрождения с Венецией и с Генуей (двумя основными морскими республиками, начавшими создавать свои колонии) была связана очередная волна глобализации. «Очередная» – потому что эта волна не была первой. Мировую империю, включавшую в себя разные страны Европы и Азии, хотел создать ещё Александр Македонский, потом нечто подобное удалось создать римлянам. Отчасти именно итальянцы подтолкнули испанцев и португальцев к колонизации новых земель на других континентах, и с эпохой географических открытий, как её обычно называют, была связана следующая волна глобализации. Затем её продолжили в XVII–XVIII веках голландцы, в XIX в. – англичане. Последнюю волну глобализации в конце XX века многие из нас видели своими глазами.

Наиболее знаменитым из венецианских путешественников был, конечно же, Марко Поло. Кроме того, Альвиз Мосто, нанятый инфантом Португалии Энрике Мореплавателем, открыл Сенегал и архипелаг Зелёного Мыса. Джованни Кабото на службе у англичан (где он был известен под именем Джона Кабота) достиг Новой Земли, а Никколо Конти путешествовал по Цейлону и Индонезии. Итальянцы научили строить испанцев корабли, которые смогли достичь Южной Америки, и на каравеллах Колумба среди моряков было немало генуэзцев.

Во время наибольшего влияния Венеции сами венецианцы любили несколько преувеличенно говорить о своей обширной колониальной империи, в которую входили многочисленные острова и торговые колонии в Средиземноморье, в том числе и недолго существовавшие государства, основанные крестоносцами. Даже если размеры этой колониальной империи временами преувеличивались, поддержка и привилегии со стороны Византийской, а потом и Германской империй обеспечивали Венецианской республике статус великой морской державы.

Венецианцы расширяли свою колониальную империю иными методами, чем генуэзцы. Генуэзские колонии (в частности, на Чёрном море) часто основывались по инициативе отдельных лиц, купцов и авантюристов, которые действовали на свой страх и риск, а не как представители Генуэзской республики. Венецианцы расширяли свои владения планомерно и следили за тем, чтобы торговля с колониями происходила только на венецианских кораблях, и чтобы из колоний в Венецию поставляли сырьё, а в колонии – готовую продукцию из этого сырья. Венецианские колонии

управлялись специальными чиновниками из представителей аристократии Венеции; они могли быть на этом посту не более двух лет, во время которых им было запрещено заниматься каким-либо собственным бизнесом.

Чтобы иметь возможность оборонять себя, венецианцы научились строить хорошие корабли и держали достаточно сильные по тем временам войска²⁷¹. С X века между венецианцами и Византией сложились хорошие отношения – византийские императоры, воевавшие с норманнами из Южной Италии, нуждались в венецианском флоте, и Венеция за хорошую плату предоставляла свои услуги.

Для Венеции очень важным было её островное положение. По словам английского летописца XI в., «венецианцы живут в самой воде», поэтому «во всём мире нет народа, более пригодного для борьбы с морем»²⁷². Морские корабли, заходившие в гавань Венеции, были полностью закрыты от штормов. На суше через устье реки Brenta, питавшей венецианские лагуны, начинался торговый путь через Альпы на север, и так этот «город лагун» стал естественным посредником между морской торговлей и континентальными странами Европы.

Emporium orbis

Особенностью венецианской аристократии была увлечённость коммерцией, пользовавшейся в этом городе особым почётом, а благодаря торговым связям Венецианской республики с арабским миром вскоре именно в этом городе распространились наиболее передовые финансовые технологии. Симон Валентини, крупный венецианский купец XV века, в своём завещании отмечал, что его сын должен получить хорошее образование не для того, чтобы стать врачом или юристом, а для единственного достойного, по его словам, дела – коммерции. Такой прагматичной цели было подчинено всё образование в Венеции, и если некоторые венецианцы изучали греческий язык, то вовсе не для того, чтобы

²⁷¹ Венеция была знаменита своим большим флотом, и государство ежегодно арендовало у частных владельцев около 20 кораблей водоизмещением до 500 тонн, перевозившие товары из Египта и Северной Африки, а также Англии и Фландрии. Кроме этих крупных судов, Венеция располагала около 3000 более мелких торговых кораблей, а также военными судами.

²⁷² Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – С. 285–286.

читать труды греческих философов, а исключительно с торговыми целями.

Развитие торговли сделало город чрезвычайно богатым, и венецианцев называли властителями золота всего христианского мира. Ежегодно в Венеции чеканили 1,2 млн золотых дукатов и 0,8 млн серебряных. Город располагал хорошо развитой банковской системой. Кредиты, операции по переводу денег и учёт векселей стали привычной практикой, и в 1500 г. из 30 тыс. мужского населения города около 4 тыс. имели банковские счета.

В начале XV века годовой доход Венеции достиг в среднем 750 тыс. дукатов. Если считать, что бюджет города составлял около 5–10% валового национального дохода Венецианской республики, то сам этот доход мог быть от 7,5 до 15 млн дукатов. При населении всей республики 150 тыс. человек это означало, что доход на душу населения достигал 50–100 дукатов, а это в то время было весьма немало²⁷³.

Несмотря на бесконечные войны – и с Генуей, основным торговым конкурентом Венеции, и с другими итальянскими городами, и с византийцами, а потом и с пришедшими им на смену турками – в XV веке Венецианская республика стала одним из самых могущественных государств Европы. В 1432 г. годовой доход города достиг 1,1 млн дукатов, и это было намного больше дохода Флоренции (0,3 млн дукатов). Примерно такой же доход, как одна Венеция, имели в то время Англия и Франция. Из 1,1 млн дохода города 600 тыс. поступали с территории самой Венеции, 300 тыс. из владений республики на материке и около 200 тыс. – из владений на Востоке²⁷⁴.

Так Венеция стала центром торговли всего мира – *emporium orbis*, как называл её Петрарка. Здесь, на рынке Риальто, или на площади Св. Марка собирались купцы, и «без шума, без споров, без слов, как бы одним кивком головы заключались торговые операции города или, вернее, всего мира – зачатки биржи; только банкротство какого-либо купца, возвещаемое сильным стуком по его кассе, прерывало эту тишину»²⁷⁵.

²⁷³ Бродель Ф. Средиземное море и средиземноморский мир в эпоху Филиппа II / Ф. Бродель. – В 3 ч. Ч. 3. События. Политика. Люди. – М.: Языки славянской культуры, 2004. – С. 116.

²⁷⁴ Брис К. История Италии / К. Брис. – СПб.: Евразия, 2008. – С. 196.

²⁷⁵ Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – С. 288.

Венеция была не только *emporium orbis*, но и одним из центров ренессансной культуры – не меньшим, чем Флоренция, а может быть и большим. Именно в Венеции было одно из первых в Европе книжных издательств – «Дом Альда», основанное Альдом Мануцием, печатавшим труды античных философов. Эти изящные книги XV–XVI вв. с красивым шрифтом – альдины, – сегодня являются большой редкостью. Однажды мне довелось их видеть в одной частной коллекции и даже подержать в руках, и когда я вспоминаю логотип издательства – изображение дельфина, обвивающего якорь, – то чувствую в нём вольный венецианский дух...

Венеция и Генуя, основные конкуренты, вели непрерывную борьбу между собой. Как Пиза сделала всё, чтобы Амальфи утратил своё значение, а Генуя и Флоренция потом победили Пизу, так и Генуя с Флоренцией враждовали не только между собой, но и с Венецией. Враждующие города грабили суда друг у друга, блокировали гавани, а Византия, зная об этом, разжигала вражду между могущественными городами-государствами. Венеция и Генуя, создавшие целые морские республики (больше всего напоминавшие систему колоний древнегреческих полисов), расширяли свои торговые связи с мусульманским Египтом и особенно с Византией. В XII веке они получили от Византии право основывать торговые колонии на берегу Чёрного моря, ставшие частью маршрутов Великого шёлкового пути и транзитной торговли с Персией.

Иногда говорят, что капитализм зародился в Венеции и оттуда распространился в другие города Италии. Однако, кроме Венеции, были и другие города, где возникали первые формы капитализма. И если бы Венеция не заняла своего выдающегося места, его бы без труда заняла Генуя. Нередко инновации зарождались вообще не в Венеции – она отставала от городов Тосканы в организации банковского дела и в создании крупных компаний. Двойная бухгалтерия также возникла не в Венеции, а во Флоренции. Богатство, легко доставшееся Венеции, создавало соблазн наслаждаться его плодами, получая прибыль пусть старыми, но уже проверенными и привычными способами. А другим городам в попытках разбогатеть приходилось рисковать в поисках новых путей.

Флоренция – столица эпохи Возрождения

Начиная с XI века Флоренция стала одним из наиболее влиятельных городов-государств Италии. В возвышении города решающее значение имело сочетание двух обстоятельств – промышленного потенциала и развитой системы финансовых услуг. Флоренция славилась своими шерстяными тканями, производившимися гильдией шерсти (*Arte della lana*). На эти ткани был хороший спрос в других странах, и флорентийские купцы создали разветвлённую сеть международных связей, простиравшихся до Англии.

Флорентийцы не могли конкурировать в морской торговле с Венецией и Генуей и занимались менее прибыльной торговлей шерстью. Это определило и торговые методы флорентийцев, существенно отличавшиеся от стилия ведения бизнеса в Венеции или Флоренции. Им пришлось изначально создавать разветвлённую сеть своих отделений в Англии, Фландрии и Франции, где были основные покупатели шерсти. Кроме того, в отличие от Венеции и Генуи, где обычно создавались временные коммерческие объединения для сбора капитала и организации каждого отдельного плавания в страны Востока, флорентийцы ориентировались на создание долговременных компаний, как правило семейных.

Семьи знаменитых флорентийских финансистов Перуччи, Фрескобальди и Барди создали крупные банкирские дома с разветвлённой системой филиалов в разных странах, а флорентийская монета (флорин) стала международной денежной единицей²⁷⁶. Этот город-государство накопил огромное богатство, став основным культурным центром Италии – слова «эпоха Возрождения в Италии» чаще всего ассоциируются именно с Флоренцией.

Во время своего доминирования в международной торговле Флоренция стала наиболее типичным примером итальянского города-государства. Его своеобразие было в том, что контроль могущественной флорентийской династии Медичи над папством создал – пусть на некоторое время, – основу для свободного развития предпринимательства, при котором городские элиты доминировали над подчинённым им аграрным сектором.

²⁷⁶ Подробнее о флорентийских банкирах см.: Magno A. *L'Invenzione del Soldi. Quando la finanza parlava italiano* / A. Magno. – Milano: Garzanti, 2013. – P. 16–27.

Флоренция не имела выхода к морю до завоевания Пизы в 1406 г., и особенности развития этого города-государства долгое время определяла текстильная промышленность. Сырьё для неё приобреталось в Англии, что определило ориентацию Флоренции на торговые связи с севером Европы. Будучи основным экспортёром английской шерсти, флорентийцы приобрели там большое влияние, предоставляя крупные кредиты королю и придворной аристократии.

Текстильное производство было менее прибыльным, чем морская международная торговля, и конкурировать с Венецией и Генуей на море Флоренция не могла. В то время как другие итальянские города постоянно воевали между собой, тратя на это огромные деньги и силы, Флоренция сосредоточилась на торговле. Торговали флорентийцы осторожно, часто избирая более далёкие, но менее опасные пути, чтобы не подвергать свои товары риску грабежа. Собственного военного и торгового флота у флорентийцев не было – город находился не на берегу моря, – но это не мешало их торговле. Корабли они без труда нанимали, когда это было необходимо для перевозки товаров.

Успехов в торговле флорентийцы достигали властью денег, соблюдением договоров и знанием своего дела. Главную роль играли, конечно, деньги. «Флорентийская товарная торговля с самого начала ещё более... чем торговля других наций, связана с денежными операциями, и чистые денежные операции составляют с незапамятных времён одну из главных отраслей флорентийской деловой жизни»²⁷⁷. Войны флорентийцам были не нужны – они склоняли на свою сторону монархов богатыми подарками и обещаниями дать деньги в долг, а когда было нужно – шли на сговор с кем угодно, лишь бы это было им выгодно.

С конца XIII в. во Флоренции сформировалась группа купцов-банкиров, из которых богатейшими были семьи Барди, Перуччи и Аччаюоли. Затем их потеснили новые банкиры – Фрискобальди, Гватеротти, Стоцци и наиболее знаменитые из них – Медичи, достигшие наибольшего влияния в XV веке (представители династии Медичи управляли Флоренцией на протяжении трёх столетий).

Диаспоры флорентийских купцов можно было встретить во многих городах (в Брюгге, Лондоне, Рагузе, Барселоне, Женеве, Лионе и Константинополе), где их называли

²⁷⁷ Зомбарт В. Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / В. Зомбарт. – М.: Айрис Пресс, 2004. – С. 102.

natio florentina – «флорентийский народ» (жители Флоренции всех нефлорентийцев считали иностранцами). Колонии флорентийцев были хорошо организованы, имели свой устав и были официальными представителями Флорентийской республики. Флорентийские банкиры приобрели большое влияние в Лионе, а также Антверпене (Якопо Салвиати, Франческо Налдини и др.).

Англия получила доступ к услугам флорентийских банков в 1254 г., когда папа попросил британского короля Генриха III завоевать Сицилию. Финансировать войну против Франции в Сицилии и Нидерландах пришлось итальянским банкирам. С этой задачей смогли справиться только флорентийские банкирские дома Барди и Перуччи, объединившие свои усилия. Взамен флорентийцы получили монопольное право на экспорт высококачественной английской шерсти, что обеспечило конкурентное преимущество флорентийской текстильной промышленности. Однако дефолт Англии в 1342 г. привёл к банкротству Барди и Перуччи (при ликвидации банка Перуччи инвесторы получили лишь 15% своих вкладов). Возродиться флорентийский банковский бизнес смог только в XV веке, вместе с возвышением семьи Медичи.

Семья Медичи

Наиболее знаменитыми из флорентийских банкиров были Медичи, ставшие не только финансистами, но и покровителями города (Козимо, 1434–1464; Пьетро, 1464–1469; Лоренцо, 1469–1493). Начинали Медичи скромно – они были обычными менялами (кампсорами), входили в гильдию менял – Arte del Cambio и, как все другие кампсоры, сидели на улице за столиком для обмена денег на углу нынешних улиц Виа Порта Росса и Виа-дель-Арте-делла-Лана недалеко от главного в городе рынка шерсти. Семья Медичи жёстко шла к своей цели – только лишь с 1343 по 1360 год пять из Медичи были объявлены преступниками и приговорены к смертной казни.

Популярность Медичи объяснялась тем, что они, используя своё богатство, умело заигрывали с гражданами Флорентийской республики, чем добились своей популярности в массах. Когда в 1378 г. Сальвестро Медичи выступил за проведение демократических реформ в системе управления городом-государством, это принесло семье Ме-

дичи поддержку не только простых граждан, но и многих состоятельных флорентийцев, оттеснённых от власти.

В 1434 г. правителем Флоренции стал Козимо Медичи, бывший у власти тридцать лет. Козимо многократно заявлял, что он простой купец и рядовой гражданин Флоренции, и хотя все понимали, что он богатейший правитель города, такой простой приём срабатывал, добавляя ему популярности. Он был настолько популярен у граждан, что после его смерти флорентийцы написали на памятнике слова «Отец Отчизны».

Медичи прославились как меценаты и покровители искусств, обеспечив культурный расцвет Флоренции, длившийся до середины XVI в., когда после завоевания города императором Священной Римской империи Карлом V начался его упадок. Былое величие Флоренции быстро стало достоянием прошлого, и даже Микеланджело предпочёл для жизни Рим.

Банк Медичи

Семейный банк Медичи, основанный в 1397 г. Джованни Медичи, был одним из наиболее успешных итальянских банков того времени. Джованни Медичи с 1360 по 1429 г. смог увеличить общее богатство семьи в несколько раз. В 1408 г. семейная компания имела только два филиала, в Венеции и Риме. Вскоре филиалов было уже восемь (в Неаполе, Пизе, Милане, Женеве, Лионе, Авиньоне, Брюгге и Лондоне). Джованни развивал не только текстильную часть семейного бизнеса, но банковскую, и при нём Медичи стали крупнейшим кредитором и королей, и самого папы Иоанна XXII. В это время в структуре доходов Медичи банковские услуги преобладали, давая 90% дохода, а текстильное производство и торговля имели второстепенное значение.

Банк Медичи принимал вклады от пап, и более половины доходов банка поступало из его римского филиала, связанного с папскими финансами. Прибыль вкладывалась в производство тканей. Влияние Медичи в эпоху Ренессанса не знает аналогов в истории. Двое из Медичи взойшли на папский престол – Лев X и Климент VII, а Екатерина и Мария Медичи стали королевами Франции.

Сохранившаяся финансовая отчётность Медичи – *Libro Segreto* («секретная книга») Джованни ди Биччи де Медичи – раскрывает секрет успеха этой семьи. Он был в децентра-

лизации и диверсификации деятельности. Другие итальянские финансовые компании того времени делали ставку на одного или нескольких ключевых заёмщиков, таких как короли и их окружение. Отказ хотя бы одного из таких клиентов от уплаты долга ставил компанию на грань краха, как это было с компанией Барди.

Банк Медичи изначально был создан как объединение независимых друг от друга обществ. В XV веке дом Медичи состоял из группы различных фирм с собственными капиталами, находившихся в Лондоне, Брюгге, Женеве, Лионе, Авиньоне, Милане, Венеции и Риме. Директора этих филиалов (Анджело Тани, Томмазо Портинари, Симоне Нери, Америго Бенчи и др.) владели долей в капитале компании, что усиливало их личную заинтересованность в успехе дел. В 1402 г. в фирме было 17 участников, её капитал составлял 20 тыс. флоринов. Суммарная прибыль банка с 1397 по 1420 г. достигла 151 820 в год (в среднем 6326 флоринов в год, 32% годовых)²⁷⁸. Так децентрализация привела банк Медичи к успеху.

Наибольшего расцвета банк Медичи достиг под руководством Козимо де Медичи (1389–1464), и под его властью оказалась вся Флорентийская республика, что многим не нравилось. Междоусобная борьба между Медичи и представителями других семейных кланов обострилась настолько, что в 1433 г. Козимо де Медичи почти на год пришлось бежать в Венецию. После смерти Козимо банк стал приходить в упадок, его прибыль становилась всё более непредсказуемой, росла зависимость от привлечения крупных депозитов. Начался отход от ключевых принципов децентрализации и диверсификации, долгое время обеспечивавших успех Медичи. Когда крупные заёмщики (король Англии Эдуард IV, герцог Бургундский и др.) не выплатили полностью взятые у Медичи кредиты, стабильность компании оказалась под угрозой. В 1494 г. во время французского вторжения во Флоренцию семья Медичи была выслана из города, а всё её имущество конфисковано. К концу XV века некогда могущественной компании пришлось ликвидировать большую часть своих филиалов.

²⁷⁸ Brucker G. The Medici in the Fourteen Century / G. Brucker // *Speculum*. – 1957. Vol. 32. – № 1. – P. 13.

Генуя – «город святого Георгия»

В Генуе, как и в других итальянских городах, экономический подъём начался в XI веке, когда в эпоху Крестовых походов больше стало торговых связей с арабскими странами. Удобство расположения города состояло в том, что он находился в наиболее северной части Средиземного моря у глубокого залива, врезавшегося в материк. Во время Крестовых походов под властью Генуэзской республики оказалась часть Сирии, Кипра, Иерусалима, несколько греческих островов, а также колонии в Крыму, из которых главной была Каффа (Феодосия), через которую шла торговля с Китаем и Персией. Коммерческая активность генуэзцев была связана в основном с транзитной торговлей, а также с финансовыми операциями – генуэзские купцы предоставляли кредиты другим купцам и судовладельцам, вкладывая свои капиталы в облигации городских займов, гарантировавшие стабильный доход.

Наибольший расцвет Генуи начался в XVI веке. «Кем были генуэзцы, которых мы в XVI веке обнаруживаем в самых различных местах, и главным образом на знаменитых ярмарках в Безансоне, где они заправляют денежно-кредитными операциями и осваивают новые, доселе неизвестные формы международного платёжного оборота?» В этот город прибывали еврейские беженцы из Испании, а между банкирскими домами Генуи и еврейскими банкирскими домами некоторых испанских городов «существовали довольно тесные деловые отношения». Так евреи «сумели влить новую кровь в дряхлеющее тело экономической жизни Генуи»²⁷⁹. Богатые генуэзские семьи, обладая большими состояниями, стали главными кредиторами испанской короны.

Банк Casa di San Giorgio

В центре финансовой инфраструктуры Генуи был Банк Сан-Джорджо. Предшественником Casa di San Giorgio был Генуэзский общественный банк – общество из нескольких банкиров, созданное в 1148 г. для финансирования Генуэзской республики во время её войны с Алжиром и Тунисом.

²⁷⁹ Зомбарт В. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – С. 188.

Все члены общества стали кредиторами городских властей Генуи, и для обеспечения выплаты им процентов по городским долгам обществу предоставили откуп на сбор налогов. Аналогичным образом возникло ещё несколько таких же связанных между собой генуэзских обществ, и в 1407 г. они объединились в Общество Святого Георгия, распорядившееся огромными суммами и обладавшее собственными войсками и флотом. Подобный Банк Св. Амвросия был создан и в Милане.

Банк Сан-Джорджо принимал вклады, выдавал кредиты и осуществлял вексельные операции, но главной его задачей был сбор государственных налогов. В 1444 г. банк перестал предоставлять обычные депозитные и кредитные услуги частным лицам и занимался только обслуживанием городского (по сути – государственного) долга, предоставляя кредиты властям Генуи. Банк, через который шли все налоговые поступления и кредиты городу, стал основой экономической и социальной жизни Генуи, и многие граждане Генуэзской республики считали, что стабильность и благополучие города зависят от этого хорошо управляемого и надёжного банка²⁸⁰.

В XV веке банк стал владельцем всех генуэзских колоний на Чёрном море и контролировал денежные потоки как в восточной, так и западной торговле Генуи. В это время банк превратился в нечто большее, чем просто финансовое учреждение, – он, по сути, начал определять всю внутреннюю и внешнюю политику Генуэзской республики. В значительной мере это было связано с крупными капиталами, сконцентрированными в банке (выросшими с 10 млн золотых дженовинов в середине XV в. до 24 млн в начале XVI в.)²⁸¹.

Генуя и финансовые ярмарки XVI века

Влияние Генуи, этого великого средиземноморского города, в полной мере проявилось в XVI веке, когда европейские товарные ярмарки утратили своё первоначальное значение и превратились в ярмарки сугубо финансовые. В

²⁸⁰ Банк Casa di San Giorgio сохранял своё влияние и значение до самого конца истории Генуэзской республики в 1797 г., когда её захватили французские войска.

²⁸¹ Heers J. Genes au XV siecle. Activite economique et problemes sociaux / J. Heers. – Paris: S.E.V.P.E.N., 1961. – P. 146.

1534 г. генуэзские банкиры появились во французском городе Безансон. Ранее они играли ведущую роль в Лионских ярмарках, став основными кредиторами французского правительства. Однако в 1528 г. король Франции потребовал, чтобы итальянские банкиры предоставляли кредиты лишь Франции, которая в этом случае получила бы почти неограниченный доступ к международным финансовым рынкам. Генуэзцы не согласились, и тогда король Франции изгнал итальянских банкиров из Лиона.

После этого генуэзцы решили в 1535 г. проводить ярмарки в Безансоне, находившемся в 180 км от Лиона и в 400 км от Генуи, но на территории империи Габсбургов, где власть короля Франции на них уже не распространялась. При этом ярмарки остались недалеко от Лиона, крупного экономического центра Европы. Соглашение с магистратом Безансона было подписано в 1535 г., однако на деле финансовые ярмарки, заочно получившие название Безансонских, лишь иногда собирались в этом городе, а чаще всего в других местах. Вначале эти ярмарки были перенесены в Полинья, потом в Шамбери, Понталье и другие города, не прерывая связи с Лионом. С 1579 г. их центром стал итальянский город Пьяченца, расположенный на территории герцогства Пармского, что стало решительным разрывом всех связей с Лионом. Эти ярмарки продолжались до 1621 г. и по традиции продолжали называться Безансонскими (Bisenzone).

Реальными хозяевами Безансонских ярмарок (и через них – финансовых рынков Европы) были генуэзские банкиры. «Мы – властелины денежных рынков, и диктуем им свои законы», – уверенно заявлял генуэзский сенат в письме своему послу²⁸². Эта финансовая власть Генуи, а точнее банка Сан-Джорджо, опиралась на поток испанского золота, непрерывно шедший из Южной Америки и распределявшийся генуэзскими банкирами.

На Безансонских ярмарках партнёры Генуи – Венеция, Милан, Тосканское королевство – оказались в зависимости от генуэзских банкиров. Они могли выражать своё несогласие и даже покинуть ярмарку, но были вынуждены возвращаться на следующую. По сути, Безансонские финансовые ярмарки выполняли роль международной биржи ценных бу-

²⁸² Da Silva J. Banque et credit en Italie au XVII siecle / J. Da Silva. – Paris: Publication de la faculté des lettres et sciences humaines de Paris-Nanterre. Thèses et Travaux, t. VIII. 1957. – P. 305.

мах – *fiera di cambio*, хотя всё сводилось только к операциям с векселями, которые были в центре внимания участников ярмарок. Однако, имея коммерческие контакты со всеми крупными торговыми центрами в Италии, Испании, Нидерландах, Франции и Германии, финансовые ярмарки действительно стали чем-то вроде центральной биржи западноевропейского торгового мира²⁸³.

Учреждение в 1579 г. в Северной Италии Безансонских финансовых ярмарок, проходивших в Пьяченце, было важнейшим событием века. С тех пор именно Пьяченца на долгие годы стала финансовым центром всей средиземноморской и общеевропейской экономики. В Пьяченце не было столпотворения и суеты, как в Лионе, Франкфурте или Лейпциге. Четыре раза в год на финансовую ярмарку собиралось около шестидесяти банкиров (*banchieri di conto*), проводя взаимные зачёты огромных платежей, порядка 30–50 млн экю де марк – условной денежной единицы этих ярмарок. Ярмарки напоминали закрытый клуб, право присоединиться к которому можно было приобрести за деньги, хотя необходимо было и единогласное согласие всех других участников. Кроме банкиров, на ярмарках присутствовали *cambiatori* – купцы, занимавшиеся обменом денег, а также *trattanti* – маклеры, представлявшие интересы отдельных фирм.

Чаще всего для взаимных зачётов платежей использовались векселя, и такое массовое использование этих ценных бумаг генуэзцами было непривычным даже для венецианцев. В Венецию, привязанную к своему прошлому, ценные бумаги проникали медленно, и даже в 1573 г. венецианский посол в Мадриде писал в своём докладе, что генуэзцы забросили честную торговлю товарами и полностью посвятили себя *negoziazione dei cambi* – вексельным операциям, считая продажу товаров занятием, предназначенным для лиц низшего сословия.

Ярмаркой руководили консул и два советника, назначаемые генуэзским сенатом. Им подчинялась ассамблея банкиров и купцов (на разных ярмарках – от 20 до 60 человек). Банкиры за право участия в ассамблее вносили залог 4 тыс., а купцы – 2 тыс. золотых дженовинов. На сессиях ас-

²⁸³ Endemann W. Studien in der romanisch-kanonistischen Wirthschafts- und Rechtslehre / W. Endemann. – Berlin: Verlag von J. Guttentag, 1874. – S. 158–159.

самблеи устанавливался денежный курс, проводились операции по переводу денег и подписывались другие финансовые соглашения. Во время расцвета этих ярмарок в XVI в. объём сделок на них доходил до 40 млн золотых дженовинов, в XVII в. он стал гораздо ниже – 250–500 тыс. По словам генуэзца Пери, написавшего в первой половине XVII века трактат «Негоциант», «денежная обменная ярмарка – это сердце, которое даёт политике пищу, движение и жизнь... это океан, из которого вытекают и в который впадают все потоки торговли»²⁸⁴.

Решениям этой «биржи» (*fiera di cambio*) на Безансонских ярмарках подчинялись 18 крупнейших итальянских городов (Анкона, Бари, Бергамо, Болонья, Больцано, Венеция, Генуя, Лечче, Ливорно, Лукка, Мантуя, Мессина, Милан, Неаполь, Палермо, Прато, Рим, Флоренция), а также семь основных городов Испании (Барселона, Мадрид, Севилья и др.), немецкие Аугсбург, Нюрнберг и Франкфурт-на-Майне, французский Лион. Влияли решения Безансонских финансовых ярмарок на Амстердам, Вену, Лиссабон и Лондон. Так организованные генуэзскими банкирами ярмарки стали общеевропейским финансовым механизмом, а Генуя из торгового города-государства стала в XVI в. международным финансовым центром – таким же, каким в следующем столетии был Амстердам.

Испания, латиноамериканское золото и генуэзские банкиры

Вместе с расцветом финансовых ярмарок в XVI веке начался новый подъём Генуи – этот город стал одним из крупнейших итальянских государств наряду с Венецией, Неаполитанским и Тосканским королевствами, Миланом и Папским государством. Особенно расширилась сфера влияния генуэзских банкиров, сумевших с выгодой для себя использовать эпоху географических открытий.

Если сфера интересов венецианцев простиралась в основном на восток, в страны Леванта и Причерноморье, то генуэзцев интересовал запад. Торговые связи с Иберией, Майоркой, Кастилией, Францией, Англией они установили

²⁸⁴ Da Silva J. Banque et credit en Italie au XVII siecle / J. Da Silva. – Paris: Publication de la faculté des lettres et sciences humaines de Paris-Nanterre, 1957. – P. 125, 138, 283.

ещё в XII–XIII веках. Именно генуэзцы возглавляли флот Испании, достигли Азорских островов и осваивали пути в Африку. Генуэзцы служили на кораблях Колумба и других первооткрывателей. А в XV веке Республика Св. Георгия, как называли тогда Геную, по размеру своего флота опередила Венецию.

Интерес Генуи к западному направлению отчасти был связан с ослаблением влияния в Средиземноморье и потерей некоторых колоний. Оказалось, что на просторах Атлантики у генуэзцев было гораздо больше возможностей, чем у венецианцев в Средиземноморье. Это было связано с колоссальным потоком южноамериканского золота и серебра, поступавшего через Испанию в Европу. До начала колонизации Южной Америки в Европе находилось в обороте 5 тыс. тонн золота и 60 тыс. тонн серебра. Только лишь за 150 лет, в XVI – начале XVII века в Европу было ввезено 180 тонн золота и 16 тыс. тонн серебра.

Этот поток золота попал в консервативное, протекционистское испанское государство, создавшее многочисленные таможенные барьеры – ничто не могло попасть в Испанию (она тогда называлась «Королевство Кастилия») и покинуть её без ведома подозрительных властей, особенно бдительно следивших за ввозом и вывозом драгоценных металлов. Однако на деле находились способы обойти все запреты, и драгоценные металлы быстро растекались из Испании по всему миру, где цена на золото и серебро была выше.

Отток золота был связан с тем, что Испания не обладала достаточно развитой финансовой инфраструктурой. Первые банки были основаны примерно в то же время, что и генуэзский банк Сан-Джорджо, – *Taula de Cambi de Comuns Deposít* в Барселоне (основан в 1401 г.) и *Taula de Cambis* в Валенсии (основан в 1407 г.). Подобно итальянским банкам, они обслуживали городские займы, а также занимались сбором налогов и выполняли депозитные операции. Банк в Барселоне просуществовал до 1853 г. (когда он был поглощён государственным Банком Испании). В городах Кастилии сформировались развитые коммерческие сети (в том числе финансовые), и причастность к ним была очень важна для испанского менталитета²⁸⁵. Однако конкурировать с сетями итальянских финансистов испанцы не могли.

²⁸⁵ Vega, de la, D. *Merchant Networks in the Cities of the Crown of Castile / D. de la Vega // Commercial Networks and European Cities, 1400–1800 / Ed. by A. Caracausi, C. Jeggler. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 137–152.*

С началом эпохи географических открытий Испания и Португалия получили важное преимущество – золото и серебро, вывозимые Испанией из новых колоний в Южной Америке, а Португалией – из колоний в Азии и Африке. Испанская и португальская колониальные империи быстро расширялись, а поток награбленного золота стремительно рос²⁸⁶.

Американское серебро поступало в Европу через Лиссабон и Севилью²⁸⁷, далее оно шло на ярмарки Кастилии (в Медине-дель-Кампо, Вильялоне-де-Кампос и Медине-де-Риосеко), расцвет которых неслучайно по времени совпал с процветанием Безансонских финансовых ярмарок. Время наибольшей активности кастильских ярмарок было в 1530–1550 гг., когда Медина-дель-Кампо стала известна всей Европе в связи с большим количеством серебра, проходившего через эту ярмарку. На испанских ярмарках важное значение имели депозиты от ярмарки к ярмарке – шестимесячные займы и внутренние векселя Севильи. После 1534 г. депозиты от ярмарки к ярмарке и внутренние векселя Севильи стали предметом преследований, поскольку считалось, что они являются запрещёнными займами под проценты. А в конце 1540-х годов на ярмарках Кастилии были запрещены и внутренние переводные векселя, что значительно ограничило возможности финансирования экспорта серебра и привело, в конечном счёте, к упадку кастильских ярмарок во второй половине XVI в.

Так были устранены последние конкуренты итальянских банкиров, и Безансонские ярмарки стали полностью контролировать поток испанских драгоценных металлов. А с середины XVI века генуэзцы стали главными банкирами Испании, проводя свои операции в Севилье, Лиссабоне, на Канарских островах. Понимая свою зависимость от них, испанский король Филипп II в 1580 г. пытался сменить их на флорентийских банкиров, но без особого успеха.

Поскольку банк Сан-Джорджо обеспечивал уплату иностранных долгов Испании, он фактически получил право распоряжаться испанскими золотом и серебром. Генуэзские

²⁸⁶ Подробнее о становлении этих империй и их торговых операциях см.: Phillips C. The Growth and Composition of Trade in the Iberian Empires, 1450–1750 / C. Phillips // The Rise of Merchant Empires. Long-Distance Trade in the Early Modern World, 1350–1750 / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 34–101.

²⁸⁷ Часть золота поступала также в Антверпен, что определило его будущий расцвет.

банкиры вместе с контролируемыми ими Безансонскими финансовыми ярмарками управляли огромными потоками золота и серебра, текущими из Южной Америки в Испанию. Испанские драгоценные металлы поступали в Геную, откуда распределялись дальше по финансовым центрам Европы. Если запас золота и серебра оказывался слишком велик, генуэзские банкиры замораживали его на время, искусственно создавая дефицит драгоценных металлов.

Чтобы устранить конкуренцию со стороны испанских банков, генуэзцы добились ликвидации нескольких банков в Кастилии. Кроме финансовых потоков Испании, генуэзцы контролировали важнейшие товарные потоки, поступавшие из Латинской Америки (сахар и другие колониальные продукты). Такая роль итальянских банкиров, по сути опутавших своим влиянием всю экономику Испании, объяснялась не только передовыми финансовыми технологиями, которыми владели итальянцы, но и общим экономическим упадком феодальной Испании, остановившейся в своём экономическом развитии.

Особенно велики были поставки драгоценных металлов в Геную в 1570-е годы. Они не прерывались даже после государственного банкротства Испании в 1575 г., сильно повлиявшего на Геную, но в то же время устранившего остатки конкурентного для генуэзцев маршрута поступления золота и серебра через Антверпен. Однако после банкротства Испании в 1575 г. ярмарки в Медине-дель-Кампо больше не проводились, в упадок приходят и ближайšie к этим ярмаркам города Бургос и Бильбао.

Италия же оказалась переполнена испанскими золотом и серебром. Рекордным поток латиноамериканского золота в Геную был в 1598 г., когда за один раз сюда было привезено из Испании 2,2 млн эскудо в золотых и серебряных монетах. По данным испанской Большой Счётной палаты (Contaduría Mayor), в это время (в 1594 г.) в Испанию ежегодно прибывало из Южной Америки до 10 млн эскудо (в пересчёте на золото), из них 3 млн вывозилось (преимущественно в Италию) от имени короля, ещё 3 млн – частными лицами. Оставшиеся 4 млн, по официальным данным, не покидали пределов Испании, хотя, скорее всего, немалая их часть экспортировалась нелегально путешественниками и моряками. Испанское золото попадало даже в Стамбул, куда его привозили из Львова на огромных телегах. С 1580 г. города Италии стали основными центрами распределения серебра. Это приносило им огромную выгоду, а взамен итальянцы долж-

ны были заниматься прибыльным и несложным для них распределением в странах Средиземноморья части того потока серебра, который лился из Испании.

Кроме контроля потоков драгоценных металлов, влияние генуэзцев на испанские финансы было связано с *jugos de resguardo* – государственными процентными обязательствами (по сути, это были бездокументарные государственные облигации, подобные итальянским), под которые испанская корона брала бесконечные краткосрочные займы. Управляли этими займами генуэзцы, в частности Банк Сан-Джорджо.

Такой массовый отток драгоценных металлов и ряд последовательных государственных банкротств Испании (вскоре уже переставших удивлять современников) предопределил дальнейшую судьбу этой страны, которая шла к экономическому и политическому упадку. История дала Испании редкий шанс в виде южноамериканского золота (как в XX веке она давала столь же редкий шанс некоторым странам в виде больших запасов нефти). На эти деньги Испания могла бы построить у себя процветающую экономику... Хотя могла ли? Вряд ли. Не тем был менталитет, поэтому цель такая в принципе не ставилась. Огромные деньги были бездумно потрачены на потребление, на войны и на прочие глупости, связанные с амбициями королей и правителей. К тому же, значительную часть этих денег незаметно прибрали к рукам хитрые итальянцы.

Причина упадка Испании была в сочетании особенностей национального менталитета с потоком легко доставшегося награбленного золота. «Пусть англичане, голландцы и немцы производят свои товары, а мы с нашим количеством золота сможем всё это купить, не утруждая себя производством», – примерно так рассуждали испанцы. Тем временем государственный долг Королевства Кастилия вырос с 12 млн дукатов в 1515 г. до 130 млн в 1667 г.; доходы возросли за это же время всего лишь с 1,5 млн до 36 млн. Стоимость кредита увеличилась с 0,8% до 9,1%²⁸⁸. Понятно, что при такой процентной ставке вместе с колоссальным превышением долгов над доходами ни о каком экономическом развитии страны говорить не приходилось.

В 1620–1630-е годы поступление драгоценных металлов в Европу стало быстро уменьшаться, что привело к снижению влияния Безансонских ярмарок, контролируемых ге-

²⁸⁸ Cipola C. Before the Industrial Revolution. *European Society and Economy, 1000–1700* / C. Cipola. – N. Y.: W. W. Norton, 1993. – P. 239–240.

нуэзцами. Так парадоксальным образом упадок Испании повлиял и на Италию – слишком велика в XVI веке была роль манипуляций с испанским золотом, и вирус испанского потребительства заразил Италию.

Инновационный дух ренессансной эпохи со временем рассеялся, а на севере Европы всё большее значение приобретали новые финансовые центры – Брюгге, Антверпен и Амстердам, привлекавшие к себе итальянские капиталы. Менялись и торговые маршруты – атлантическая торговля стала более важной, чем средиземноморская. Впрочем, итальянские банкиры хорошо усвоили идею мобильности капитала – недаром итальянских финансистов можно было найти во всех городах Европы, да и не только Европы. С началом упадка Италии они переместились вместе со своим золотом в Амстердам.

Прототипы государственных облигаций (*prestiti, prestanze*)

До начала подъёма в городах Италии длительное время в средневековых государствах Европы не было потребности даже в векселях, не говоря уже о других ценных бумагах. Основной причиной этого были неразвитые правовая система и экономические отношения. Долги государства рассматривались как обычные частные долги физического лица (правителя), лишённые обязательной силы для его наследников. И только когда государство стали воспринимать как юридическое лицо, независимое от личности правителя, возникла возможность по-новому взглянуть на саму идею государственного долга, что привело к появлению первых прототипов облигаций.

Во времена Крестовых походов, с которыми были связаны огромные военные расходы, долги итальянских городов-государств начали быстро расти. Прямое налогообложение не смогло восполнить дефицит бюджета, и тогда у венецианских, генуэзских и флорентийских банкиров появилась идея снабжения деньгами городских властей с помощью займов.

Первые городские займы у частных лиц начались в XII веке – в 1152 г. в Генуе двум иностранцам, предоставившим городу заём, власти передали на два года право получать доход от таможи в Ривароло (это соответствовало прибыли 40% годовых). В 1164 г. правительство Венеции передало 12

богачейшим гражданам доходы от аренды рынка Риальто на 11 лет в обмен на заём объёмом 1150 серебряных марок. Однако по сути это были обычные займы у частных лиц, сопровождавшиеся льготами со стороны городов.

Первый публичный заём, в котором участвовали многие граждане города, был произведён в 1263 г. в Венеции. Начавшаяся очередная война с византийским императором Михаилом Палеологом и с Генуей (заключившей союз с византийцами) потребовала непредвиденных расходов со стороны городского бюджета. Правительство издало указ, разрешавший использовать на эти нужды непосредственно из городского бюджета не более 3000 дукатов в месяц. Суммы сверх этого лимита предлагалось брать в долг у граждан Венеции под 5% годовых, а прибыль должна была выплачиваться два раза в год.

В дальнейшем такая система, получившая название *monti*, стала использоваться регулярно – имена участников займов, суммы их долей в займе и выплаченная им прибыль фиксировались в специальных городских книгах. В 1274 г. такую же систему применили в Генуе, и эти две республики были первыми из государств, начавших использовать доленое участие граждан в консолидированном государственном долге.

Публичные займы были принудительными и поэтому непопулярными среди граждан городов. Чтобы заинтересовать инвесторов, в обеспечение уплаты долгов и процентов по ним городские власти начали отдавать на откуп некоторые из доходов городов. Кредиторам передавались в аренду прибыльные статьи городского бюджета, а сами кредиторы для оптимального использования этих прибылей объединялись в общества. Так участники займов, подобно древнеримским публиканам, начали образовывать объединения коллективных кредиторов, состоявшие из многих лиц, среди которых распределялась сумма долга.

Хотя доли в займах имели бездокументарную форму, их можно было перепродавать, поэтому эти доли вполне можно считать первыми прототипами государственных облигаций в современном понимании²⁸⁹. В Венеции доли отдельных лиц в государственном займе получили название *prestiti*. Инвесторы широко пользовались своим правом продавать *prestiti*, и так началось их обращение на вторичном

²⁸⁹ К вопросу о том, в какой мере эти доли в займах можно считать облигациями, мы вернёмся далее, в главе о прототипах акций.

рынке, где цена на доли в долге не была постоянной и колебалась в зависимости от политических и экономических обстоятельств. Желавшие приобрести доли в займах легко могли это сделать на мосту Риальто, где собирались финансовые посредники. Спекулятивные операции с *prestiti* настолько распространились, что уже в XIV в. появилась потребность в государственном регулировании этого рынка (в Венеции были изданы законы 1351, 1390, 1404, 1410 гг., ограничивавшие перепродажу *prestiti*)²⁹⁰.

К XIV в. совокупный объём займов стал настолько большим, что позволил городу финансировать войны с генуэзцами и прочими соперниками. Эту массу государственных займов венецианцы называли *monte vecchio* – «старой горой» долгов. В 1381 г. общий объём долга вырос до 4,7 млн золотых флоринов (в Генуе в это время долг составлял 2,2 млн). До этого времени облигации размещались по вполне выгодному курсу (80–90% номинала) и считались неплохим инвестиционным инструментом²⁹¹.

Во второй половине XIV века начался длительный конфликт Венеции с турками, захватившими Византию, и появилась новая серия займов – *monte nuovo*. Стала нарастать «новая гора» долгов. Повысить популярность займов среди инвесторов городские власти могли только за счёт выгодной цены размещения – она снизилась с 90% номинала до 48% за *monte nuovo*, что действительно стимулировало интерес к займам у многих венецианцев. Однако сбережения граждан были не бесконечны, и вскоре энтузиазм инвесторов снова охладел. Были выпущены новые серии займов – *Monte Nuovissimo* в 1509 г. и *Monte del Sussidio* в 1526 г., но курс *prestiti* продолжал снижаться, что привело к усилению недовольства граждан и общей напряжённости в городе.

В 1497 г. долговые обязательства стоили 80% номинала, в 1500 г. – всего лишь 52%. К 1508 г. их цена снова выросла до 102%, а в следующем 1509 г. упала почти в два раза. Падение продолжалось до 1559 г., и цена *prestiti* из «старой горы» долгов опустилась до 3%, из «новой горы» долгов – до 10%. Такая динамика курсов *prestiti* напоминала колебания на рынке облигаций более поздних веков, и без-

²⁹⁰ Chancellor E. *Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation* / Chancellor E. – N. Y.: Plume, 2000. – P. 7.

²⁹¹ Hunt E. *A History of Business in Medieval Europe, 1200–1550* / E. Hunt, J. Murray. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – P. 207.

документарная форма *prestiti* в этом случае не имела никакого значения.

Причины колебания курса *prestiti* были обычными – политическая нестабильность. В 1499 г. Венеции пришлось воевать одновременно и с Ломбардией, и с турками, захватившими Константинополь. В городском бюджете снова возник дефицит, потребовались новые займы, объём выпуска которых превысил покупательную способность граждан, и курсы *prestiti* опустились. В 1509 г. падение курса было связано с поражением венецианской армии в битве при Аньяделло, когда победили французы под командованием Людовика XII.

Часть бездокументарных долговых обязательств оседала в активах венецианских банков, где кроме частных депозитов были и государственные облигации²⁹². Со временем в системе долгосрочных городских займов появился ещё один важный элемент – нанятые городскими властями муниципальные банкиры, получавшие от городских властей *titres de rente* (сертификат на право заниматься городскими займами). Они под гарантии городских властей занимались продажей инвесторам долей в займах.

В XV в. практика долевого участия в государственных займах распространилась в Генуе, Флоренции и других итальянских городах. Во Флоренции доли в государственных займах *Monte Comune*, организованных по образцу венецианских, назывались *prestanze*. Как и в Венеции, долги этого города-государства быстро росли. Только на протяжении XIV века они увеличились более чем в сто раз – с 50 тыс. флоринов в начале XIV в. до 5 млн флоринов в 1427 г. Публичные займы были единственным способом пополнять бюджет, и с ними было связано 70% поступлений²⁹³.

Держатели *prestanze* разделялись на две группы. В первую, немногочисленную группу входили состоятельные граждане, имевшие собственность на 300 лир или более. В Венеции в 1379 г. таких было 12%, во Флоренции в 1427 г. – 14%. Эти представители элиты давали городу крупные займы на военные и другие расходы, получая взамен по номи-

²⁹² Так, в 1500 г. в банке *Lippomano* из общего объёма активов 136 тыс. дукатов государственных облигаций было на 41 тыс., в банке *Garzoni* – на 20 тыс. из общего объёма активов 125 тыс. (Lane F. *Venetian Bankers, 1496–1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking* / F. Lane // *Journal of Political Economy*. – 1937. Vol. 45, No. 2. – P. 192).

²⁹³ Goldsmith R. *Premodern Financial System. A Historical Comparative Study* / R. Goldsmith. – Cambridge: Cambridge University Press, 1987. – P. 164–169.

налу определённое количество *prestanze*, стоимость которых обычно в несколько раз превышала сумму предоставленного ими займа. За счёт этого прибыль таких состоятельных инвесторов достигала 20–40%²⁹⁴. Вторую, гораздо более многочисленную группу составляли не столь состоятельные граждане, в принудительном порядке вынужденные покупать *prestanze* на сумму, равную полной стоимости налога на собственность, после чего в дальнейшем они его не платили.

Практика продажи налогов особенно распространилась в XV веке и в других городах-государствах, когда сбережения у их граждан значительно выросли благодаря стабильности денег и снижению цен на товары. Так города с помощью займов пополняли свои бюджеты, а участники займа получали свою прибыль, гарантированную городскими властями. Поскольку ростовщичество и долги под процент были запрещены, такая прибыль рассматривалась как компенсация убытков, могущих возникнуть у инвестора из-за принудительного займа.

Как и в Венеции, во Флоренции доли в займах имели бездокументарную форму, они фиксировались в виде записей в учётной книге *Ruollo delle prestanze*. К началу XIV века в государственных городских займах принимало участие около 70% населения, хотя основные поступления в бюджет города при этом шли от тысячи – максимум двух тысяч наиболее состоятельных граждан республики. Из них в записях городских учётных книг чаще всего упоминались Медичи, чем и объясняется то, что они получили в городе такую большую власть²⁹⁵.

Начиная с 1343 г. и до включения Флоренции в состав Габсбургской империи в 1737 г. держатели *prestanze* имели право продавать свои доли. Так как государство никогда не пыталось погашать эти займы, владельцы *prestanze* могли получить свои деньги только путём продажи долей на вторичном рынке. Курсовая стоимость *prestanze* определялась тем, насколько правительство Флоренции было способно выплачивать по ним постоянно растущие проценты. После того как общий государственный долг Флоренции вырос с 500 тыс. флоринов в 1345 г. до 8 млн флоринов в 1450 г., прибыль по долям в этом долге стала основным источником

²⁹⁴ Goldthwaite R. *The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism* / R. Goldthwaite // *Past and Present*. – 1987. Vol. 114. – P. 27.

²⁹⁵ Macdonald J. *A Free Nation Deep in Debt: The Financial Root of Democracy* / J. Macdonald. – Princeton: Princeton University Press, 2006. – P. 81–82.

дохода для 10% флорентийцев (при населении города в то время около 50 тыс. человек)²⁹⁶.

В те годы XIV века, когда государство было наиболее платёжеспособно, прибыль по займам во Флоренции достигала 10%, а иногда и 15% годовых (инвестиции в коммерческие предприятия давали 8–10% прибыли, земельная недвижимость 5–7%). Однако после консолидации этих займов в 1340 году их прибыльность была снижена до 5%. Впрочем, официально объявляемая прибыльность займов нередко занижалась для того, чтобы уменьшить критику со стороны церкви. В займах 1358, 1362 и 1369 гг. реальная прибыльность достигала 10–15%. Особенно многочисленными займы стали в начале XV века, когда годовые расходы города выросли с 271,3 тыс. дукатов в 1390 г. до 549,6 тыс. дукатов в 1432 г. В такой ситуации принудительные займы были простейшим и наиболее эффективным способом пополнять городской бюджет и покрывать военные расходы. В то время как в Венеции в 1426–1427 гг. объём выпущенных займов достигал 50% дохода города, во Флоренции он почти сравнялся с суммой годового дохода города²⁹⁷.

В Генуе практика государственных займов (*compera*) возникла почти так же давно, как и в Венеции. Их прибыльность была высокой, 8–10% годовых. При каждом новом займе городские власти создавали группу кредиторов, и сумма займа распределялась между ними. Такие объединения кредиторов получили название *маонае* (от арабского *маунах* – «предприятие для совместной помощи»), и они были подобны объединениям *monti* (*montes*) в других городах. Руководил маоном избранный управляющий, а также совет из пяти человек. Состав совета утверждало общее собрание пайщиков, происходившее раз в год, и оно решало все вопросы, связанные с распределением доходов. Для участия в таком объединении необходимо было приобрести его долю, что фиксировалось в специальных книгах. Каждая доля, называвшаяся *luoghi de la compera*, или просто *luoghi*, имела номинал 100 генуэзских лир, и вся система организации маонов напоминала акционерное общество.

²⁹⁶ Becker M. *Florence in Transition. Studies in the Rise of the Territorial State*. 2 vols. Vol. 2 / M. Becker. – Baltimore: John Hopkins University Press, 1968. – P. 152–159.

²⁹⁷ Pezzolo L. *Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250–1650* / L. Pezzolo // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 149.

Количество новых займов быстро росло, и в 1407 г. власти Генуи приняли решение упорядочить городские займы, чтобы передать их объединению кредиторов. Все займы, выпущенные городом до 1340 г., были консолидированы, и для выполнения этой операции была создана специальная организация – *Ufficio del Procuratori di San Giorgio*, затем преобразованная в банк *Casa di San Giorgio*. Вместе с маонами Банк Сан-Джорджо считается одним из первых в истории акционерных обществ.

Во всех трёх городах-государствах система распространения долей городских займов (бывших прототипами государственных облигаций) имела много общего, несмотря на разные названия долей государственного долга. Займы не только давали возможность городским властям получить в своё распоряжение значительные капиталы, но и выполняли важную политическую функцию консолидации общества города-государства. Участие граждан в займах, пусть и обязательное, связывало их с судьбой города-государства намного теснее, чем абстрактные политические лозунги.

Поскольку займы были принудительными (в них участвовали все зарегистрированные в городских книгах налогоплательщики налогов), первичного рынка прототипов облигаций не существовало. Однако так как граждане имели право продать или передать по наследству свои права на доли в долге (в Венеции это право было закреплено законодательно в 1344 г.), вторичный их рынок был весьма динамичным. Роль брокеров выполняли банкиры, многочисленные в этих городах. По словам Р. Миши, венецианские облигации *prestiti* «получили широкое распространение не только среди инвесторов в Венеции, но и в других городах Европы благодаря обширной финансовой сети итальянских банкиров»²⁹⁸.

Первые прототипы облигаций стали появляться не только в Италии – идею городских займов позаимствовали во Франции (известны займы Парижа, а также городов Дуэ и Кале) и Фландрии (займы города Гента и др.). Церковные запреты на займы под процент хитроумно обошли с помощью давно известной в Европе сделки *sensus*, при которой инвесторы приобретали долю в ежегодных выплатах. Такие рентные выплаты могли происходить либо до конца жизни инвестора (во Франции их называли *rentes viageres*, во Фландрии – *lijfrenten*), либо приобретались в вечное пользо-

²⁹⁸ Michie R. *The Global Securities Market. A History* / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – P. 17.

вание и передавались наследникам (*rentes heritables; erfelijckrenten*). В дальнейшем из этой практики возникли аннуитеты, в XVI веке дававшие около 7% всех поступлений в бюджет Голландии²⁹⁹.

Испанские короли также решили использовать займы для пополнения бюджета – испанские государственные облигации *juros* распространял генуэзский Банк Сан-Джорджо, а также биржа в Антверпене. Однако оказалось, что приобретать доли в долге испанского короля было гораздо более рискованным делом, чем доли в долгах городов. Города редко не возвращали долги, а испанский король полностью либо частично отказывался от своих долгов в 1557, 1560, 1575, 1596, 1607, 1627, 1647, 1652, 1662 годах. После этого репутация испанских займов была полностью подорвана, и потенциальные инвесторы утратили к ним всякий интерес³⁰⁰.

Коммерческие общества в Италии (commenda, colleganza, compagnia)

Бурный рост торговли привёл к возникновению в итальянских городах среди купцов большого количества коммерческих объединений разного типа, облегчавших проведение торговых операций. Такие объединения в документах того времени обычно назывались собирательным понятием *societas* – «общества». Эти общества несколько отличались по своей организации в различных городах-государствах. Однако, в отличие от арабских объединений *гирад*, которые в принципе не могли стать акционерными обществами из-за жёсткой позиции исламского права (не признававшего идею юридического лица), в Италии дело обстояло иначе.

Сохранившиеся традиции римского права с его развитыми представлениями об обществах (*societas*) и о юридическом лице создали широкий простор для быстрой эволюции коммерческих обществ. А сама атмосфера ренессансной эпохи с её открытостью всему новому была благоприятна

²⁹⁹ Munro J. The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200–1600 / J. Munro // University of Toronto Working Paper. – 2001. Vol. 2. – P. 7.

³⁰⁰ Komer M. Public Credit / M. Corner // Economic Systems and State Finance. Ed. R. Bonney. – Oxford: Oxford University Press, 1995. – P. 520–524; Gelabert J. Castile, 1504–1808 / J. Gelabert // The Rise of the Fiscal State in Europe, 1200–1815. Ed. R. Bonney. – Oxford: Oxford University Press, 1899. – P. 208.

для возникновения многих инноваций, в том числе и коммерческих обществ с их первыми ценными бумагами.

Коммерческие объединения купцов стали появляться с началом общего экономического подъёма в итальянских городах-государствах в эпоху Крестовых походов. Первые из таких объединений возникли в XI веке в Амальфи и Венеции, они повторяли по своей форме арабские объединения гирад и создавались чаще всего для организации и финансирования одного торгового морского путешествия, которое могло продолжаться несколько месяцев. Эти объединения были удобны для тех купцов, которые были заняты своими торговыми делами и не хотели (либо не могли) самостоятельно принимать участие в торговом путешествии. Они ограничивались тем, что вкладывали свои деньги в такие объединения. В Генуе их называли *commenda*, в Венеции – *collegantia* и *colleganza*, во Флоренции – *compagnia*.

Наиболее простой формой такого объединения было временное общество – *commenda*. Участник (*commendator*) или участники поручали (*commendare*) свои товары или деньги владельцу корабля, который продавал свои товары или покупал заказанные товары. В комменде взаимодействовали два социальных слоя и представители двух различных профессий – банкир (владелец капитала) либо хозяин корабля, остававшийся на месте в городе (*stans*), и капитан корабля, он же купец (*tractator*), отправлявшийся в торговое путешествие. Создавался особый фонд *columna comunis*, в котором были два типа участников – *socii*, вносящие деньги или товары, и *pautes*, вклад которых составлял их собственный труд. Прибыль в коммендах достигала 50% от вложенного капитала. Владелец капитала либо корабля получал 75% прибыли, а капитан-купец, рисквавший товарами (а иногда и своей жизнью) – лишь 25%³⁰¹.

Более сложное объединение возникло, когда капитан корабля также вкладывал свой капитал в дело. В этом случае прибыль делилась пополам. Эти «морские общества» (*societas maris*) были так же широко распространены, как комменды. В *societas maris* группа лиц объединялась с целью получения прибыли, внося свои деньги, товары либо труд в организацию морского торгового путешествия. Нередкими были объединения для постройки корабля. Организатор такого общества (*patron*) приглашал других участников, объ-

³⁰¹ Luzzato G. Studi di storia economica veneziana / G. Luzzato. – Padova: Edizioni Scientifiche Italiane, 1954. – P. 60–80.

являя размеры корабля и его стоимость, а также количество долей равной стоимости. Общество считалось возникшим после того, как все доли были куплены участниками, и они принимали на себя свои обязательства, в первую очередь финансовые.

Итальянские партнёрства – прототипы первых акционерных компаний – занимались как торговыми, так и кредитно-финансовыми операциями. Структура первых партнёрств усложнялась, к ним стали присоединяться иностранные купцы. В Венеции для участия в финансировании торговой экспедиции партнёры приобретали доли в партнёрстве – это происходило путём внесения записи в учётные книги. Сама идея долевого участия капиталов приближала такие объединения к будущим акционерным компаниям.

Существовали и более долговременные полные общества, создававшиеся на срок от одного до четырёх лет и не связанные с морскими путешествиями. Двумя основными типами таких обществ были сухопутное общество (*societas terrae*) и компания (*compagnia*). *Societas terrae* по своей организации больше всего напоминало коммунду, кредитор обычно не принимал участия в делах общества и лишь предоставлял свой капитал, а прибыль делилась пополам.

Compagnia возникали чаще всего как семейные предприятия, в них труд и капиталы объединялись на условиях солидарной и неограниченной ответственности всех участников, которые коллективно отвечали за стоимость принадлежавшего им имущества. Этот принцип совместной равной ответственности отражался в самом слове *compagnia*, возникшем из «*cum*» и «*panis*» – «вместе преломляем хлеб».

Хотя итальянские *compagnia* были не очень похожи на современные акционерные общества, они несомненно были их прямыми предшественниками. Со временем флорентийские «компании» подобно венецианским обществам стали приобретать более сложную форму, стремясь найти капиталы за пределами семейного круга. Наиболее крупными были флорентийские компании Барди, Перуччи, Аччаюоли, Медичи. К XIV веку эти компании превратились в могущественные торговые дома. Во главе их стоял либо один, либо несколько связанных между собой богатых купцов, а в многочисленных филиалах работал наёмный персонал. В дальнейшем в этих торговых домах усилилась тенденция к децентрализации и самостоятельности филиалов, как было в доме Медичи.

Такие компании были настолько крупными и по тем временам сложно организованными, что их иногда называют «суперкомпаниями». Когда фирму Перуччи реорганизовали в 1300 г., её капитал составлял 85 тыс. золотых флоринов и по капитализации это была крупнейшая компания в Европе. Из этого капитала 60% принадлежало семи членам семьи Перуччи, а 40% представителям финансовой элиты Флоренции.

В правовом отношении каждая из этих компаний была специфическим постоянно существующим коммерческим объединением, которое не только не исчезало после смерти одного из партнёров, но и существовало неопределённо длительное время до тех пор, пока это было выгодно для остальных партнёров. Каждый из владельцев доли собственности обладал неограниченной ответственностью, и эти совладельцы компаний обычно назначались управляющими их филиалов. Клиенты крупных семейных компаний знали об этом, и это вселяло в них дополнительное доверие к итальянским «суперкомпаниям». В «суперкомпаниях» работало очень большое для того времени количество нанятого персонала, из которого лишь несколько человек могли иметь отношение к семье учредителей. В компании Перуччи в 1330-е годы работало 133 сотрудника, в компании Барди в это же время – 346 сотрудников³⁰².

В XIV в. флорентийцы начали использовать систему двойной записи, а для пересылки денег в города Северной Европы, с которыми они торговали, всё чаще и чаще применяли векселя, что позволяло избежать рискованной транспортировки денег. Некоторые из первых компаний, такие как Бонсиньори из Сиены (Buonsignori) и Анджиони (Angioini) из Флоренции, созданные в XIII веке, специализировались в основном на кредитных операциях.

В это время Сиена стала основным центром банковских услуг, а семейная компания Бонсиньори была главной среди сиенских банкиров. Однако в 1298 году компания разорилась – Бонсиньори слишком увлеклись кредитованием королей и других влиятельных лиц, у которых они не могли требовать возвращения долгов. После краха Бонсиньори на-

³⁰² Murray J. *Entrepreneurs and Entrepreneurship in Medieval Europe* / J. Murray // *The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 95.

чался общий упадок Сиены, и центр финансовой жизни переместился в другие города.

Капитал торгово-финансовых компаний состоял из взносов их участников, а также из привлечённых средств. Стоимость кредита в то время обычно составляла 10–15% годовых, хотя в отдельных случаях могла достигать 20–30%. Значительная часть кредитов была связана с финансированием морской торговли, и в этих случаях стоимость кредита возрастала из-за повышенных рисков до 30–50% годовых.

Одной из наиболее известных компаний был Банк Сан-Джорджо, который часто называют первым акционерным обществом. Основной капитал банка состоял из суммы государственного долга, разделённой на доли (lota). Общее собрание банка (consiglio generale) включало в себя 480 членов, каждый из которых должен был быть владельцем не менее 10 долей. Функции правления выполнял совет протекторов (protettori), а их выборы проводила коллегия из 32 выборщиков, каждый из которых должен был иметь не менее 25 долей. В банке строго следили за тем, чтобы к управлению банком были допущены только определённые семьи, доли участия которых строго контролировались³⁰³.

Первые общества в других странах Европы

Основой для появления компаний в странах Европы стало распространение идеи юридического лица. Юридическими лицами были признаны не только города, университеты и религиозные общины, но и купеческие гильдии. Признание юридическим лицом сообщества имело психологическое значение, создавая чувство сплочённости, обеспечивая передачу деловых традиций и, главное, капиталов.

Во Франции одни из первых объединений, напоминавшие акционерные общества, появились в Тулузском королевстве. Это были мукомольные общества, владевшие мельницами. В середине XIII века больше всего мельниц было около Базакля. Владельцы мельниц создали Общество Базакля, в котором каждый из участников владел некоторым количеством долей, называвшихся *uschaus*, представлявших собой одну восьмую долю стоимости мельницы. В середине XIV в. *uschaus* стал уже не долей стоимости мельницы, а до-

³⁰³ Каминка А. И. Акционерные компании / А. И. Каминка. – В 2 т. Т. 1. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1902. – С. 156–161.

лей всего капитала общества. Высшим контрольным органом являлось общее собрание пайщиков, а само общество было анонимным, и никто, кроме его руководства, не знал ни размеров долей, ни имён пайщиков. Доли общества могли не только свободно передаваться, но и произвольно дробиться. Некоторые инвесторы владели только одной восьмой либо одной десятой частью доли³⁰⁴.

Подобные объединения появились и в Германии. В торговых городах Ганзейского союза они назывались *Sendevegesellschaft*, так как товары передавались владельцу корабля (*Sendegut*), имевшему право на часть прибыли. В Германии преобладали общества временные, создававшиеся чаще всего на год (реже на три – шесть лет) для финансирования одного торгового путешествия. Один и тот же купец часто вступал в несколько разных обществ, исходя из соображения коммерческой выгоды. Так была организована вся морская торговля в городах Ганзейского союза. В это же время появились первые германские горные общества, доли которых (обычно их было больше 100) свободно продавались. Так к обществу могли присоединяться новые участники. Началась торговля и спекуляция долями (они назывались *kuxen*), и даже появились занимавшиеся этой торговлей посредники³⁰⁵.

Прототипы акций (corpo, sopracorpo)

Прототипы акций возникли в некоторых итальянских обществах, доли которых обращались на организованном вторичном рынке. Это отличало их от современных долей в обществах с ограниченной ответственностью, где отчуждение не связано с организованным вторичным рынком. В этом отношении объединения коллективных кредиторов

³⁰⁴ Подробнее об этих обществах см.: Sicard G. Aux origines des sociétés anonymes: les moulins de Toulouse au Moyen Age / G. Sicard. – P.: Arman Colin, 1953.

³⁰⁵ Борхардт Ю. Экономическая история Германии / Ю. Борхардт. – Л.: Книга, 1924. – С. 92. Наиболее известной из первых немецких компаний была Равенбургская компания (она же – «Великая немецкая компания»), существовавшая с 1380 по 1530 г. В этой торговой компании количество участников доходило до 80, и к концу XV века её капитал достиг 1 млн германских золотых марок (132 тыс. фунтов), что значительно превышало капитал других немецких компаний – Фуггеров, Вельзеров, Гаугов и др. (Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – С. 237–238).

(генуэзские маоны), отдельные морские общества и Банк Сан-Джорджо приближались к акционерным компаниям. Доли в таких обществах можно было купить целиком или частично, а прибыль распределялась ежегодно пропорционально вкладу каждого участника. Покупка долей либо их частей на вторичном рынке была весьма распространена. Для желающих их приобрести это было несложно сделать – достаточно было обратиться к тем же маклерам, которые продавали государственные облигации. Поэтому рынок прототипов ценных бумаг в Италии действительно был доступен для многих.

В генуэзских маонах – объединениях коллективных кредиторов, создававшихся для размещения публичных займов итальянских городов, – собранный с помощью займов капитал отмечался вместе с именами кредиторов государства в государственной долговой книге и здесь делился на части (*partes*), ставшие прототипом акций. Общее собрание пайщиков, происходившее раз в год, решало все вопросы, связанные с распределением доходов. Для участия в таком объединении необходимо было приобрести его долю, что также фиксировалось в специальных книгах. Каждая доля, называвшаяся *luoghi de la compere*, или просто *luoghi*, имела номинал 100 генуэзских лир (доли *luoghi* не были документарными акциями, а представляли собой только запись в учётной книге). Система организации коллективных кредиторов действительно напоминала акционерное общество.

Нечто подобное было и в морских обществах, где для постройки корабля, его снаряжения и прочих расходов требовался значительный капитал. Никто не хотел рисковать единолично, вкладывая в дело значительные суммы, и капитал этих обществ обычно состоял из 24 долей (*carati*), которые можно было легко купить или продать у маклеров, собиравшихся на торговых площадях итальянских городов. Покупка или продажа оформлялась внесением записи в учётные книги. Доли (*carati*) можно было без ограничения дробить, и нередко приобреталась четверть или треть доли. Иногда несколько человек с небольшими капиталами объединялись, чтобы совместно купить небольшую часть доли. В этом смысле возможность без ограничения дробить приносили прибыль доли собственности создавала возможность для мелких индивидуальных инвесторов выгодно вложить свои сбережения. «Грегорио Фьески из семьи, родственной генуэзским дожам... не был деловым человеком»; он ничем не торговал, однако, владея «тремя пятыми карата, он был

членом общества, занятого оснащением морских судов». Так «покупка отдельных долей или частиц долей» позволяла даже мелким инвесторам, «чуждым финансовому миру и морским перевозкам, находить применение своим деньгам»³⁰⁶. Такие общества не стремились разнообразить свою деятельность, а чаще всего занимались регулярными перевозками одних и тех же товаров, о которых уже было известно, что они могут приносить стабильный доход. Доли собственности в торговом обществе, объединявшем капиталы участников, обычно приносили годовой доход 5–10%.

В качестве финансового инструмента для привлечения капитала использовали как прототипы облигаций (*sorgasgro*) с фиксированным доходом, так и прототипы акций (*согро*), по которым выплачивалась часть годового дохода в форме дивидендов. И те, и другие имели бездокументарную форму, являясь записями в учётных книгах. Однако значение *согро* и *sorgasgro* не следует преувеличивать – большинство итальянских компаний было сравнительно небольшими. Поэтому *согро* и *sorgasgro* при всей инновативности этих инструментов не могли иметь широкого распространения. Ещё одним обстоятельством, тормозившим распространение первых итальянских прототипов акций и облигаций, была их бездокументарная форма. Если считать, что акции появились, когда капитал стал делиться на доли, и эти доли активно обращались на вторичном рынке (в отличие от долей в классических обществах с ограниченной ответственностью), то в таком случае акционерными обществами с натяжкой можно называть генуэзские маоны XIV в. и Банк Сан-Джорджо.

Если же начинать историю акций и облигаций с появления документарной ценной бумаги, когда сам факт владения бумагой обеспечивал все необходимые права³⁰⁷, то такие

³⁰⁶ Эрс Ж. Рождение капитализма в средние века: менялы, ростовщики и крупные капиталисты / Ж. Эрс. – СПб.: Евразия. 2014. – С. 227–228.

³⁰⁷ Согласно Г. Брюннеру, ценные бумаги характеризуются тем, что для реализации содержащихся в них прав необходим факт владения ими (Brunner H. Die Wertpapiere // Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts / Hrsg. von W. Endemann: 2 Band, Abschnitt 3. – Leipzig, 1922. – §147). Основываясь на определении Г. Брюннера, согласно которому ценной бумагой является документ частного права, использование которого обусловлено частноправовым владением документом, М. М. Агарков отмечал, что «документы, предъявление которых необходимо для осуществления выраженных в нём прав, носят название ценных бумаг» (Агарков М. М. Ценные бумаги на предъявителя // Избранные труды по гражданскому праву: В 2 т. Т. 1. – М.: АО «Центр ЮриИнфоР», 2002. – С. 109–110). Э. Якоби

бумаги появились в Амстердаме не ранее XVII века. Их документарность создала реальную обращаемость ценных бумаг, после чего возник массовый их рынок. А в XII–XVI веках в итальянских торговых республиках единственной ценной бумагой в прямом смысле этого слова был вексель.

поддерживал подход Г. Брюннера и считал, что его определение ценных бумаг как документов, обладание которыми необходимо для осуществления гарантированного в них права, сохраняет своё значение. Развивая концепцию Г. Брюннера, Э. Якоби трактовал ценные бумаги следующим образом: «Ценными бумагами являются документы, удостоверяющие правомочия, при которых: 1) должник не обязан вступать в какие-либо переговоры с кредитором, правомочия которого не подтверждены документально, и 2) переговоры с предыдущим кредитором, который не является владельцем документа, не могут считаться действительными, если этот предыдущий кредитор во время переговоров уже не являлся кредитором» (Jacobi E. Grubdrifs des Weschel- und Scheckrechtst / E. Jacobi. – Leipzig: O.R. Reiland Verlag, 1928. – S. 11).

Литература

1. Агарков М. М. Ценные бумаги на предъявителя / М. М. Агарков // Избранные труды по гражданскому праву: В 2 т. Т. 1. – М.: АО «Центр ЮрИнфоР», 2002. – С. 109–110.
2. Бабст И. Джон Ло или финансовый кризис Франции в первые годы регентства / И. Бабст. – М.: Университетская типография, 1852. – 185 с.
3. Борхардт Ю. Экономическая история Германии / Ю. Борхардт. – Л.: Книга, 1924. – 270 с.
4. Брис К. История Италии / К. Брис. – СПб.: Евразия, 2008. – 631 с.
5. Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – 552 с.
6. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 1. Структуры повседневности: возможное и невозможное. – М.: Прогресс, 1986. – 622 с.
7. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 2. Игры обмена. – М.: Прогресс, 1988. – 632 с.
8. Бродель Ф. Материальная цивилизация, экономика и капитализм / Ф. Бродель. – В 3 т. Т. 3. Время мира. – М.: Прогресс, 1992. – 680 с.
9. Бродель Ф. Матеріальна цивілізація, економіка і капіталізм, XV–XVIII ст.: У 3 т. Т. 1. Структури повсякденності: можливе і неможливе. – К.: Основи, 1995. – 543 с.
10. Бродель Ф. Средиземное море и средиземноморский мир в эпоху Филиппа II / Ф. Бродель. – В 3 ч. Ч. 1. Роль среды. – М.: Языки славянской культуры, 2002. – 496 с.
11. Бродель Ф. Средиземное море и средиземноморский мир в эпоху Филиппа II / Ф. Бродель. – В 3 ч. Ч. 2. Коллективные судьбы и универсальные сдвиги. – М.: Языки славянской культуры, 2003. – 808 с.
12. Бродель Ф. Средиземное море и средиземноморский мир в эпоху Филиппа II / Ф. Бродель. – В 3 ч. Ч. 3. События. Политика. Люди. – М.: Языки славянской культуры, 2004. – 640 с.
13. Бродель Ф. Грамматика цивилизаций / Ф. Бродель. – М.: Весь мир, 2008. – 552 с.
14. Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика / А. А. Васильев. – СПб.: Тип. Ю. Н. Эрлих, 1912. – 168 с.
15. Вебер М. Протестантская этика и дух капитализма / М. Вебер // Избранные произведения: – М.: Прогресс, 1990. – С. 44–271.
16. Везерфорд Д. История денег. Борьба за деньги от песчаника до киберпространства / Д. Везерфорд. – М.: Терра, 2001. – 320 с.
17. Велункамп Я. Архангельск. Нидерландские предприниматели в России, 1550–1785 / Я. Велункамп. – М.: РОССПЭН, 2006. – 312 с.
18. Гегель Г. Лекции по философии истории / Г. Гегель. – СПб.: Наука, 1993. – 480 с.
19. Гуссаковский П. Н. Вопросы акционерного права / П. Н. Гуссаковский. – Пг.: Сенатская типография, 1915. – 115 с.
20. Дефо Д. Опыт о проектах / Д. Дефо // Прудков Г.В. Введение в мировую журналистику. Антология в 2 т. Т. 1. – http://evartist.narod.ru/text4/51.htm#з_01.

21. Дмитриев А. Биржа, биржевые посредники, биржевые операции / А. Дмитриев. – СПб.: Тип. А. Головина, 1863. – 147 с.
22. Долинская В. В. Акционерное право: основные положения и тенденции / В. В. Долинская. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 736 с.
23. Дюма А. Чёрный тюльпан / А. Дюма. – http://royallib.ru/book/dyuma_aleksandr/cherniy_tyulpan.html.
24. Зомбарт В. Буржуа. Евреи и хозяйственная жизнь / В. Зомбарт. – М.: Айрис Пресс, 2004. – 624 с.
25. Зомбарт В. Торгаши и герои. Евреи и экономика // Собр. соч. в 3 т. Т. 2. / В. Зомбарт. – СПб.: Владимир Даль, 2005. – 653 с.
26. Ивочкина Н. В. Возникновение бумажно-денежного обращения в Китае. Эпохи Тан и Сун / Н. В. Ивочкина. – М.: Наука, 1990. – 191 с.
27. Итс Р. Ф. Очерки истории Китая с древнейших времен до середины XVIII в. / Р. Ф. Итс, Г. Я. Смолин. – Л.: Гос. учебно-педагогич. изд-во, 1971. – 216 с.
28. Каминка А. И. Акционерные компании / А. И. Каминка. – В 2 т. Т. 1. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1902. – 489 с.
29. Карамзин Н. М. Письма русского путешественника / Н. М. Карамзин // Избранные сочинения: В 2 т. Т. 1. – М.: Политиздат, 1964. – С. 539–540.
30. Кожокин Е. М. История бедного капитализма. Франция XVIII – первой половины XIX века / Е. М. Кожокин. – М.: РОССПЭН, 2005. – 368 с.
31. Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ / Г. М. Колоножников. В 2 ч. Ч. 1. – М.: КНОРУС, 2004. – 360 с.
32. Коровкин В. В. Очерки истории государственного хозяйства, государственных финансов и налогообложения в Древнем мире / В. В. Коровкин. – М.: Магистр, 2009. – 733 с.
33. Кулишер И. М. Очерк экономической истории Древней Греции / И. М. Кулишер. – Л.: Сеятель, 1925. – 240 с.
34. Кулишер И. М. История экономического быта Западной Европы / И. М. Кулишер. Т. 1–2. – Челябинск: Социум, 2004. – 1030 с.
35. Лахман Р. Капиталисты поневоле. Конфликт элит и экономические преобразования в Европе раннего нового времени / Р. Лахман. – М.: Территория будущего, 2010. – 456 с.
36. Ле Гофф Ж. Средневековье и деньги. Очерк исторической антропологии / Ж. Ле Гофф. – СПб.: Евразия, 2010. – 224 с.
37. Майклтуэйт Д. Компания: краткая история революционной идеи / Майклтуэйт Д., Вулдридж А. – М.: Добрая книга, 2010. – 288 с.
38. Маленькая парижская биржа // Финансовое обозрение. – 1874. – № 8. – С. 126.
39. Маркова С. П. Английские купцы-авантюристы / С. П. Маркова. – СПб.: Алетейя, 2011. – 192 с.
40. Мартиросян А. А. Деловой дом Эгиби / А. А. Мартиросян. – Ереван: Изд-во АН АрмССР, 1989. – 189 с.
41. Мошенский С. З. Эволюция векселя / С. З. Мошенский. – К.: Планета-Друк, 2005. – 446 с. – www.books.google.com.
42. Нисселович Л. Н. О векселях и их обращении / Л. Н. Нисселович // Счетоводство. – 1890. – № 11–12. – С. 122–131.
43. Нисселович Л. Н. О биржах, биржевых установлениях и мерах ограничения биржевой игры. Обзорение важнейших законодательств сравнительно с русским правом / Л. Н. Нисселович. – СПб.: Тип. А. Е. Ландау, 1879. – 188 с.

44. Рейнхарт К. М. На этот раз всё будет иначе. Восемь столетий финансового безрассудства / К. М. Рейнхарт, К. С. Рогофф. – М.: Карьера Пресс, 2010. – 528 с.
45. Ростовцев М. И. История государственного откупа в Римской империи: от Августа до Диоклетиана / М. И. Ростовцев // *IVS ANTOQVUM. Древнее право.* – 2003. – 1 (11). – С. 160–172.
46. Ростовцев М. И. Общество и хозяйство в Римской империи / М. И. Ростовцев. – В 2. Т. 1. – СПб.: Наука, 2000. – 398 с.
47. Ростовцев М. И. Общество и хозяйство в Римской империи / М. И. Ростовцев. – В 2. Т. 2. – СПб.: Наука, 2000. – 412 с.
48. Рутенбург В. И. Итальянский город от раннего Средневековья до Возрождения / В. И. Рутенбург. – М.: Наука, 1987. – 175 с.
49. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: ЭКСМО, 2007. – 960 с.
50. Суворов Н. С. Об юридических лицах по римскому праву / Н. С. Суворов. – М.: Статут, 2000. – 299 с.
51. Тарасов И. Т. Учение об акционерных компаниях / И. Т. Тарасов. – М.: Статут, 2000. – 666 с.
52. Тарле Е. В. История Италии в средние века / Е. В. Тарле. – М: Едиториал УРСС, 2010. – 200 с.
53. Тюменев А. Очерки экономической и социальной истории Древней Греции / А. Тюменев. – В 2 т. Т. 1. – Пг.: Государственное издательство, 1920. – 179 с.
54. Тюменев А. Очерки экономической и социальной истории Древней Греции / А. Тюменев. – В 2 т. Т. 2. – Пг.: Государственное издательство, 1922. – 308 с.
55. Удинцев В. А. История обособления торгового права / В. А. Удинцев. – К.: Тип. Имп. Ун-та св. Владимира, 1900. – 224 с.
56. Фергюсон Н. Восхождение денег / Н. Фергюсон. – М.: Астрель, 2010. – 431 с.
57. Ческидов Б. М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б. М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336 с.
58. Хикс Д. Теория экономической истории / Д. Хикс. – М.: Журнал «Вопросы экономики», 2000. – 224 с.
59. Шпенглер О. Закат Европы / О. Шпенглер. – Минск: Харвест, 2000. – 1373 с.
60. Эрс Ж. Рождение капитализма в средние века: менялы, ростовщики и крупные капиталисты / Э. Эрс. – СПб.: Евразия. 2014. – 320 с.
61. Abu-Lughod J. Before European Hegemony: The World System A. D. 1250–1350 / J. Abu-Lughod. – N.Y.: Oxford University Press, 1989. – 443 p.
62. Andreades A. History of the Bank of England, 1694–1903 / A. Andreades. – N. Y.: Augustus M. Kelley, 1909. – 455 p.
63. Andreau J. Banking and Business in the Roman World / J. Andreau. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – 176 p.
64. Antonietti G. Une Maison de banque a Paris au XVIII siecle, Gref-fulhe Montz et Cie, 1789–1793 / G. Antonietti. – P.: Éd. Cujas, 1963. – 281 p.
65. Asher G. M. Henry Hudson, the Navigator: The Original Documents in Which His Career Is Recorded. – London: Cosimo Inc., 2009 – 544 p.
66. Ashton T. Economic Fluctuations in England, 1700–1800 / T. Ashton. – Oxford: Clarendon Press, 1959. – 199 p.

67. Ashtor E. *A Social and Economic History of the Near East in the Middle Ages* / E. Ashtor. – Berkeley: University of California Press, 1976. – 384 p.
68. Ashtor E. *Banking Instruments between the Muslim East and the Christian West* // *Journal of European Economic History*. – 1973. – Vol. 1. – P. 553–573.
69. Bairoch P. *The Main Trends in National Disparities Since the Industrial Revolution* / P. Bairoch // *Disparities in Economic Development Since the Industrial Revolution*. [Ed. by P. Bairoch]. – L.: Macmillan, 1981. – P. 3–17.
70. Bagehot W. *Lombard Street: A Description of the Money Market* / W. Bagehot. – London, 1873 (Reprint – New York: Scribner, 2008). – 196 p.
71. Balen M. *The King, the Crook, & the Gambler. The True Story of the South Sea Bubble and the Greatest Financial Scandal in History* / M. Balen. – N. Y.: Fourth Estate, 2003. – 346 p.
72. Bang P. *Predation* / P. Bang // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 197–217.
73. Barendse R. J. *The Arabian Seas. The Indian Ocean World of the Seventeenth Century* / R. J. Barendse. – L.: Routledge, 2015. – 549 p.
74. Becker M. *Florence in Transition. Studies in the Rise of the Territorial State*. 2 vols. Vol. 2. / M. Becker. – Baltimore: John Hopkins University Press, 1968. – 274 p.
75. Berghius W. *Ontstaan en Ontwikkeling van de Nederlandse Beleggingsfondsen tot 1914* / W. Berghius. – Assen: Van Gorcum & Company, 1967. – 256 p.
76. Brackenhoffer E. *Voyage en France, 1643–1644* / E. Brackenhoffer. – P.: Berger-Levrault, 1925. – 269 p.
77. Braddick M. *State Formation in Early Modern England, 1550–1700* / M. Braddick. – L.: Cambridge University Press, 2000. – 346 p.
78. Broadberry S. *British Economic Growth, 1270–1870* / S. Broadberry, B. Campbell et al. – Cambridge: Cambridge University Press, 2015. – 451 p.
79. Brooks C. *Public Finance and Political Stability: The Administration of the Land Tax, 1688–1720* / C. Brooks // *Historical Journal*. – 1974. – Vol. 17. – P. 281–300.
80. Brucker G. *The Medici in the Fourteenth Century* / G. Brucker // *Speculum*. – 1957. Vol. 32. №. 1. – P. 11–25.
81. Brunner H. *Die Wertpapiere* / H. Brunner // *Handbuch des deutschen Handels-, See- und Wechselrechts* – Leipzig, 1882. – 421 s.
82. Buist M. *At Spes Non Fracta: Hope & Co, 1770–1815. Merchant Bankers and Diplomats at Work* / M. Buist. – Hague: Nijhoff, 1974. – 716 p.
83. Burkhardt M. *Networks as Social Structures in Late Medieval and Early Modern Towns: A Theoretical Approach to Historical Network Analysis* / M. Burkhardt // *Commercial Networks and European Cities, 1400–1800* / Ed. by A. Caracausi, C. Jegggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 13–44.
84. Cain P. *British Imperialism, 1688–2000* / P. Cain, A. Hopkins. – Harlow: Longman, 2002. – 739 p.
85. Carandini G. *Racconti della civiltà capitalista. Dalla Venezia del 1200 al mondo del 1939* / G. Carandini. – Roma: Editori Laterza, 2012. – 536 p.

86. Carlos A. The Micro-Foundations of the Early London Capital Market: Bank of England Shareholders During and After the South Sea Bubble / A. Carlos, L. Neal // *Economic History Review*. – 2006. – №59. – P. 498–538.
87. Carswell J. The South Sea Bubble / J. Carswell. – London: Cresset Press, 1960. – 334 p.
88. Cary E. The Roman Antiquities of Dionisius of Halicarnassus / E. Cary. – Vol. 3. – L.: W. Heinemann; 1953. – 447 p.
89. Cassis Y. Capitals of Capital. A History of International Financial Centres, 1780–2005 / Y. Cassis. – Cambridge: Cambridge University Press, 2006. – 385 p.
90. Castillo A. Dans la monarchie espagnole du XVII^e siècle: les banquiers portugais et le circuit d'Amsterdam / A. Castillo // *Annales*. – 1964. – T. 19. № 2. – P. 311–316.
91. Castronovo V. Storia economica d'Italia / V. Castronovo. – Torino: Piccola Biblioteca Einaudi, 2013. – 533 p.
92. Chancellor E. Devil Take the Hindmost: A History of Financial Speculation / Chancellor E. – N. Y.: Plume, 2000. – 400 p.
93. Cipola C. Storia economica dell'Europa pre-industriale / C. Cipola. – Bologna: Societa editrice il Mulino, 2002. – 491 p.
94. Cipola C. Before the Industrial Revolution. European Society and Economy, 1000–1700 / C. Cipola. – N. Y.: W. W. Norton, 1993. – 333 p.
95. Clark B. Betting on Lives: The Culture of Life Insurance in England, 1695–1775 / B. Clark. – Manchester: Manchester University Press, 1999. – 241 p.
96. Commercial Networks and European Cities, 1400–1800 / Ed. by A. Caracausi, C. Jeggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – 306 p.
97. Coleman D. London Scriveners and the Estate Market in the Later Seventeenth Century / D. Coleman // *Economic History Review*. – 1951. – Vol. 4. – P. 221–230.
98. Da Silva J. Banque et credit en Italie au XVII^e siecle / J. Da Silva. – Paris: Publication de la faculté des lettres et sciences humaines de Paris-Nanterre. Thèses et Travaux, t. VIII. 1957. – 519 p.
99. Dale R. The First Crash: Lessons from the South Sea Bubble / R. Dale. – New Haven: Princeton University Press. 2004. – 198 p.
100. Dash M. Tulipomania. The Story of the World's Most Coveted Flower and the Extraordinary Passions it Aroused / M. Dash. – N.Y.: Three Rivers Press, 1999. – 273 p.
101. Davies K. Joint-Stock Investment in the Later Seventeenth Century / K. Davies // *Economic History Review*. – 1952. – Vol. 4. – P. 283–301.
102. Defoe D. The Anatomy of Exchange Alley or a system of stock-jobbing / D. Defoe. – London: E. Smith, 1719. – 64 p.
103. Defoe D. The True-Born Englishman / D. Defoe. – <http://www.luminarium.org/editions/trueborn.htm>.
104. Defoe D. The Villainy of Stock-Jobbers Detected, and the Causes of the Late Run Upon the Bank and Bankers Discovered and Considered / D. Defoe. – London, 1701 (reprint – General Books LLC, 2010). – 150 p.
105. Dickson P. The Financial Revolution in England: A Study in the Development of the Public Credit, 1688–1756 / P. Dickson. – L.: Macmillan, 1967. – 580 p.

106. Dillen J. G., van. The Bank of Amsterdam / J. G. van Dillen // *History of the Principal Public Banks* [Ed. J. G. van Dillen]. – Hague: Nijhoff, 1934. – P. 73–123.
107. Dillen J. G., van. Effectenkoersen aan de Amsterdamsche beurs / J. G. van Dillen // *Economische-Historische Jahrbuch*. – 1931. – Vol. 17. – P. 1–46.
108. Dillen J. G., van. Isaac le Maire et le commerce des actions de la Compagnia des Indes orientales / J. G. van Dillen // *Revue d'Histoire Moderne*. – 1935. – № 5. – P. 21–37.
109. Earle P. The Economy of London, 1660–1730 / P. Earle // *Urban Achievement in Early Modern Europe: Golden Ages in Antwerp, Amsterdam and London* [Ed. O'Brien et al.]. – Cambridge University Press, 2001. – P. 81–96.
110. Endemann W. Studien in der romanisch-kanonistischen Wirthschafts- und Rechtslehre / W. Endemann. – Berlin: Verlag von J. Guttentag, 1874. – 894 s.
111. English E. Enterprise and Liability in Sieneese Banking, 1230–1350 / E. English. – Cambridge (Mass.): The Medieval Academy of America, 1988. – 132 p.
112. Faure L. Banqueroute de Law 17 juillet 1720 / L. Faure. – P.: Gallimard, 1977. – 742 p.
113. Fichel W. The Origin of Banking in Medieval Islam: A Contribution to the Economic History of the Jews of Bagdad of the Tenth Century / W. Fichel // *Journal of the Royal Asiatic Society*. – 1933. – №2. – 339–352.
114. Finel-Honigman I. A Cultural History of Finance / I. Finel-Honigman. – L.: Routledge, 2010. – 338 p.
115. Finley M. Ancient Economy / M. Finley. – Berkeley: University of California Press, 1999. – 262 p.
116. Frank A. ReOrient: Global Economy in the Asian Age / Frank A. – Berkeley: University of California Press, 1998. – 416 p.
117. Frehen R. Finance in The Great Mirror of Folly / R. Frehen, W. Goetzmann, K. Rouwenhorst // *The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720* / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 63–88.
118. French D. Early Speculative Bubbles and Increases in the Supply of Money / D. French. – Auburn (AL): Mises Institute, 2009. – 134 p.
119. Frenrop P. A History of Corporate Governance, 1602–2002 / P. Frenrop. – Brussels: Deminor, 2003. – 479 p.
120. Frier B. Law and Economic Institutions / B. Frier, D. Kenoe // *The Cambridge Economic History of the Greco-Roman World* / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2007. – P. 113–143.
121. Gaastra F. War, Competition and Collaboration: Relations between the English and Dutch East India Company in the Seventeenth and Eighteenth Centuries / F. Gaastra // *The World of the East India Company* [Eds. M. Linkoln, N. Rigby]. – P. 49–68.
122. Games A. The Web of Empire: English Cosmopolitans in an Age of Expansion, 1560–1660 / A. Games. – Oxford University Press, 2008. – 400 p.
123. Garber P. Tulipomania / P. Garber // *Journal of Political Economy*. – 1989. – Vol. 97. № 3. – P. 535–560.
124. Gaudiosi M. The Influence of the Islamic Law of Waqf on the Development of the Trust in England: The Case of Merton College Gaudi-

- osi M. / M. Gaudiosi // *University of Pennsylvania Law Review*. – 1988. – Vol. 136. – №. 4) – P. 1231–1261.
125. Gelabert J. Castile, 1504–1808 / J. Gelabert // *The Rise of the Fiscal State in Europe, 1200–1815*. Ed. R. Bonney. – Oxford: Oxford University Press, 1899. – P. 201–241.
 126. Gelderblom O. Amsterdam as the Cradle of Modern Futures Trading and Options Trading / O. Gelderblom, J. Jonker // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 189–206.
 127. Gelderblom O. With a view to hold: The emergence of institutional investors on the Amsterdam securities market during the seventeenth and eighteenth centuries / O. Gelderblom, J. Jonker // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Atack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 71–98.
 128. Gelderblom O. The Golden Age of the Dutch Republic / O. Gelderblom // *The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 156–182.
 129. Gelderblom O. Mirroring Different Follies: The Character of the 1720 Bubble in the Dutch Republic / O. Gelderblom, J. Jonker // *The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720* / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 121–139.
 130. George R. The Treasure Trove of William Phips / R. George // *New England Quarterly*. – 1933. – Vol. 6. – P. 294–318.
 131. Geyl P. La Revolution Batave (1783–1798) / P. Geyl. – Paris: Société des études robespierristes, 1971. – 386 p.
 132. Giuseppi J. The Bank of England: A History from its Foundation in 1694 / J. Giuseppi. – London: Evans Bros, 1966. – 224 p.
 133. Goetzmann W. N. Perpetuities in the Stream of History. A Paying Instrument from the Golden Age of Dutch Finance / W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 177–188.
 134. Goitein S. D. A Mediterranean Society. The Jewish Community of the Arab world as portrayed in the documents of the Cairo Geniza. Vol. 1. Economic Foundations. – Berkeley: University of California Press, 1967. – 576 p.
 135. Goldsmith R. Premodern Financial System. A Historical Comparative Study / R. Goldsmith. – Cambridge: Cambridge University Press, 1987. – 360 p.
 136. Goldthwaite R. The Medici Bank and the World of Florentine Capitalism / R. Goldthwaite // *Past and Present*. – 1987. Vol. 114. – P. 3–31.
 137. Goppel W. Ontwikkeling en beteekenis van de adminiatratiekantoren / W. Goppel // *De nederlansche financier, Jubileumsuitgave of the Dagelijksche beurscourant*. – 1939. – 2 Feb. – P. 31–34.
 138. Grashoff R. Die suftaga und hawala der Araber. Ein Beitrag zur Geschichte des Weschels. – Gottingen: Druck der Univ. Buchdruck von W. Kastner, 1899. – 128 s.
 139. Guidi-Bruscoli F. Creating Networks through Languages: Italian Merchants in Late Medieval and Early Modern Europe / F. Guidi-Bruscoli // *Commercial Networks and European Cities, 1400–1800* /

- Ed. by A. Caracausi, C. Jegggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 65–80.
140. Hamilton E. Prices and Wages at Paris under John Law's System / E. Hamilton // *Quarterly Journal of Economics*. – 1936. Vol. 51 (1). November. – P. 42–70.
 141. Hamilton E. John Law of Lauriston: Banker, Gamester, Merchant, Chief / E. Hamilton // *American Economic Review*. – 1967. – Vol. 57. – № 2. – P. 273–282.
 142. Hancock D. Citizens of the World. London Merchants and the Integration of the British Atlantic Community, 1735–1788 / D. Hancock. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 477 p.
 143. Harris R. The Bubble Act: Its Passage and its effect on Business Organizations // R. Harris // *Journal of Economic History*. – 1994. September. – Vol. 54. №3. – P. 610–627.
 144. Harris W. The Late Republic / W. Harris // *The Cambridge Economic History of the Greco-Roman World* / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2007. – P. 511–542.
 145. Hartman J. An Empire of Trade: Commercial Reason of State in Seventeenth-Century Holland / J. Hartman, A. Weststejn // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 11–23.
 146. Heers J. Genes au XV siecle. Activite economique et problemes sociaux / J. Heers. – Paris: S.E.V.P.E.N., 1961. – 618 p.
 147. Hill H. The Roman Middle Class of the Republican Period / H. Hill. – Oxford: Basil Blackwell, 1952. – 256 p.
 148. Hocquet J. City-State and Market Economy / J. Hocquet // *Economic Systems and State Finances* / Ed. by R. Bonney. – Oxford: Oxford University Press, 1995. – P. 87–91.
 149. Holmes R. The Making of a Great Power: Late Stuart and Early Georgian Britain, 1660–1722 / R. Holmes. – L.: Longman, 1993. – 506 p.
 150. Hoppit J. A Land of Liberty? England, 1689–1727 / J. Hoppit. – Oxford: Clarendon Press, 2000. – 580 p.
 151. Hudson M. Entrepreneurs: From the Near Eastern Takeoff to the Roman Collapse / M. Hudson // *The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 8–39.
 152. Hunt E. A History of Business in Medieval Europe, 1200–1550 / E. Hunt, J. Murray. – Cambridge: Cambridge University Press, 1999. – 277 p.
 153. Jacobi E. Grubdrifs des Weschel- und Scheckrechtst / E. Jacobi. – Leipzig: O.R. Reisland Verlag, 1928. – 128 p.
 154. Kahle P. The Cairo Geniza / P. Kahle. – 2d ed. – N. Y.: Praeger, 1960. – 240 p.
 155. Kindlberger C. A Financial History of Western Europe / C. Kindlberger. – London: George Allen and Unwin, 1984. – 525 p.
 156. Koehler B. Early Islam and the Birth of Capitalism / B. Koehler. – N.Y. – L.: Lexington Books, 2015. – 230 p.
 157. Korner M. Public Credit / M. Corner // *Economic Systems and State Finance*. Ed. R. Bonney. – Oxford: Oxford University Press, 1995. – P. 507–538.
 158. Kuran T. The provision of Public Goods under Islamic Law: Origin, Impact and Limitations of the of the Waqf System / T. Kuran // *Law and Society Review*. – 2001. – V. 35. №. 4. – P. 841–898.

159. Kuran T. The Scale of Entrepreneurship in Middle Eastern History: Inhibitive Role of Islamic Institutions / T. Kuran // *The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 62–87.
160. Kuran T. The Long Divergence. How Islamic Law Held Back the Middle East / T. Kuran. – Princeton: Princeton University Press, 2011. – 405 p.
161. Lambert R. Investing by the Book / R. Lambert // *Financial Times*. – 1995. – Jan. 28.
162. Lane F. Venetian Bankers, 1496–1533: A Study in the Early Stages of Deposit Banking / F. Lane // *Journal of Political Economy*. – 1937. Vol. 45, No. 2. – P. 187–206.
163. Lane F. Venice: A Maritime Republic / F. Lane. – Baltimore: Johns Hopkins University Press, 1973. – 505 p.
164. Lang H. Networks and Merchant Diasporas: Florentine Bankers in Lyon and Antwerp in the Sixteenth Century / H. Lang // *Commercial Networks and European Cities, 1400–1800* / Ed. by A. Caracausi, C. Jeggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 107–120.
165. Law J. Money and Trade Considered with a Proposal for Supplying the Nation with Money / Law J. – N.Y.: Augustus M. Kelley, 1966. – 120 p.
166. Lesger C. The Rise of the Amsterdam Market and Information Exchange. Merchant, Commercial Expansion and Change in the Spatial Economy of the Low Countries, 1550–1630 / C. Lesger. – Burlington (VT): Ashgate, 2006. – 326 p.
167. Levy C. Capitalistes au pouvoir au siècle des Lumières: Les Fondateurs des Origines à 1715 / C. Levy. – P.: Mouton De Gruyter, 1969. – 502 p.
168. Lewis W. Lead Mining in Wales / W. Lewis. – Cardiff: University of Wales Press, 1967. – 415 p.
169. Luthy H. La Banque protestante en France de la Revocation de l'Edit de Nantes à la Révolution / H. Luthy. – 2 t. T. 2. De la Banque aux Finances (1730–1794). – Paris: S.E.V.P.E.N. 1961. – 861 p.
170. Luzzato G. Les Banques Publiques de Venise / G. Luzzato // *History of the Principal Public Banks* [Ed. by J. G. van Dillen]. – Hague: Nijhoff, La Haye, 1934. – P. 39–78.
171. Luzzato G. Studi di storia economica veneziana / G. Luzzato. – Padova: Edizioni Scientifiche Italiane, 1954. – 310 p.
172. Macdonald J. A Free Nation Deep in Debt: The Financial Root of Democracy / J. Macdonald. – Princeton: Princeton University Press, 2006. – 564 p.
173. MacLeod L. The 1690s patents boom: Invention or Stock Jobbing / L. MacLeod // *Economic History Review*. – 1986. – Vol. 39. – P. 549–571.
174. Magno A. L'Invenzione del Soldi. Quando la finanza parlava italiano / A. Magno. – Milano: Garzanti, 2013. – 280 p.
175. Malmendier U. Roman Shares / U. Malmendier // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 31–42.
176. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
177. Mierop, van de M. The Invention of Interest. Sumerian loans / M. van de Mierop // *The Origins of Value. The Financial Innovations That*

- Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 17–30.
178. Millet P. Lending and Borrowing in Ancient Athens / P. Millet. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – 368 p.
 179. Mueller R. C. The Venetian Money, Market, Banks, Panics and the Public Debt. 1200–1500. – Baltimore and London: The Johns Hopkins University Press, 1997. – 744 p.
 180. Munro J. The Origins of the Modern Financial Revolution: Responses to Impediments from Church and State in Western Europe, 1200–1600 / J. Munro // University of Toronto Working Paper. – 2001. Vol. 2. – P. 3–19.
 181. Munro J. Tawney's Century, 1540–1640: The Roots of Modern Capitalist Entrepreneurship / J. Munro // The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 107–155.
 182. Murphy A. Lotteries in the 1690s: Investment or Gamble? / A. Murphy // Financial History Review. – 2005. – Vol. 12. – P. 227–246.
 183. Murphy A. Trading Options before Black-Scholes: A Study of the Market in Late-Seventeenth Century London / A. Murphy // Economic History Review. – 2009. – Vol. 62. – P. 8–30.
 184. Murphy A. The Origins of English Financial Markets. Investment and Speculation before the South Sea Bubble / A. Murphy. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – 289 p.
 185. Murray J. Entrepreneurs and Entrepreneurship in Medieval Europe / J. Murray // The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times. Ed. D. Landes, J. Mokyr, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 88–106.
 186. Murphy A. Richard Cantillon: Entrepreneur and Economist / A. Murphy. – Oxford: Clarendon Press, 1986. – 336 p.
 187. Neal L. The Rise of Financial Capitalism. International capital markets in the Age of Reason / L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 1990. – 278 p.
 188. Neal L. The Dutch and English East India companies compared: evidence from stock and foreign exchange markets / L. Neal // The Rise of Merchant Empires. Long-distance Trade in the Early Modern World, 1350–1750 / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 195–223.
 189. Neal L. Networks of Information: Markets and Institutions in the Rise of London as a Financial Centre, 1660–1760 / L. Neal, S. Quinn // Financial History Review. – 2001. – №8. – P. 7–26.
 190. Neal L. Venture Shares of the Dutch East India Company / L. Neal // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 165–176.
 191. Neal L. I am not Master of Events. The Speculations of John Law and Lord Londonderry in the Mississippi and South Sea Bubbles / L. Neal. – New Haven: Yale University Press, 2012. – 214 p.
 192. Neal L. Share trader in the Stock Market of Paris, Amsterdam and London in the Bubbles of 1719–20 / L. Neal // The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720 / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 107–120.
 193. Negri T. Storia di Genova / T. Negri. – Milano: A. Martello, 1968. – 846 p.

194. North D. Constitutions and Commitment: The Evolution of Institutions Governing Public Choice in Seventeenth-Century England / D. North, B. Weingast // *Journal of Economic History*. – 1989. – Vol. 49. – P. 803–832.
195. Parkinson J. War, Peace and the Rise of the London Stock Market / J. Parkinson // *The Political Economy of Empire in the Early Modern World* / Ed. S. A. Reinert, P. Roge. – L.: Palgrave Macmillan, 2013. – P. 131–132.
196. Petram L. The World's First Stock Exchange / L. Petram. – N. Y.: Columbia University Press, 2014. – 296 p.
197. Pezzolo L. Bonds and Government Debt in Italian City-States, 1250–1650 / L. Pezzolo // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 145–164.
198. Pirenne H. Medieval Cities: Their origins and Revival of Trade / H. Pirenne. – N.Y.: Garden City, 1956. – 253 p.
199. Phillips C. The Growth and Composition of Trade in the Iberian Empires, 1450–1750 / C. Phillips // *The Rise of Merchant Empires. Long-Distance Trade in the Early Modern World, 1350–1750* / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 34–101.
200. Poterba J. Annuities in Early Modern Europe / J. Poterba // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 207–224.
201. Price J. Notes on Some London Price Currents, 1667–1715 / J. Price // *Economic History Review*. – 1954. – №7. – P. 240–250.
202. Raymond J. The Newspaper, Public Opinion and the Public Sphere in the Seventeenth Century / J. Raymond // *News, Newspaper and Society in Early Modern Britain* [Ed. J. Raymond]. – L.: F. Cass, 1999. – P. 109–140.
203. Raynal A. A Philosophical and Political History of the Settlements and Trade of the Europeans in the East and West Indies / A. Raynal. – Vol. 6. – London: T. Cadell, 1783 (Reprint: BiblioBazaar, 2013. – 522 p.).
204. Reden S., von. Money and Finance / S. von Reden // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 266–286.
205. Reith G. The Age of Chance: Gambling in Western Culture / G. Reith. – L.: Routledge, 1999. – 207 p.
206. Remond A. Trois bilans de l'économie française au temps des théories physiocratiques / A. Remond // *Revue d'histoire économique et sociale*. – 1957. – P. 416–456.
207. Revillout E. Les obligations en droit égyptien comparées aux autres droits de l'antiquité. 2 t. T. 2. – P.: E. Leroux, 1886. – 530 p.
208. Riley J. International Government Finance and the Amsterdam Capital Market / J. Riley. – Cambridge: Cambridge University Press, 2008. – 365 p.
209. Richards R. The Lottery in the History of English Government Finances / R. Richards // *Economic History*. Vol. 3. (1934–1937). – P. 57–76.
210. Romano D. Markets and Marketplaces in Medieval Italy. 1100–1440 / D. Romano. – New Haven: Yale University Press, 2015. – 271 p.

211. Roover R., de. The Decline of the Medici Bank / R. de Roover // *Journal of Economic History*. – 1947. – Vol. 7. №. 1. – P. 69–82.
212. Roover R., de. Money, banking and Credit in Medieval Bruges / R. de Roover. – Cambridge (Mass.), 1948. – 420 p.
213. Rouwenhorst K. G. The Origins of Mutual Funds / K. G. Rouwenhorst // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K. G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 249–270.
214. Quinn S. An economic explanation of the early Bank of Amsterdam, debasement, bills of exchange and the emergence of the first central bank / S. Quinn, W. Roberds // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 32–70.
215. Saint-Germain J. Samuel Bernard, le banquier des rois / J. Saint-Germain. – P.: Hachette, 1960. – 288 p.
216. Schama S. Embarrassment of Riches: An Interpretation of Dutch Culture in the Golden Age / S. Schama. – Los Angeles: University of California Press, 1988. – 698 p.
217. Scheidel W. Approaching the Roman Economy / W. Scheidel // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 1–24.
218. Schnapper B. Les rentes au XVI siecle. Histoire d'un Instrument de credit / B. Schnapper. – P.: S.E.V.P.E.N, 1956. – 309 p.
219. Scott W. The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720 / W. Scott. – Vol 1–3. Vol. 1. – London: Cambridge University Press, 1910. – 560 p.
220. Scott W. The Constitution and Finance of English, Scottish and Irish Joint-Stock Companies to 1720 / W. Scott. – Vol 1–3. Vol. 2. – London: Cambridge University Press, 1911. – 563 p.
221. Shaked S. A Tentative Bibliography of Geniza documents. Prepared under the direction of D. H. Baneth and S. D. Goitein / S. Shaked. – P.: Mouton, 1964. – 357 p.
222. Shelton J. P. The First Printed Share Certificate: An Important Link in Financial History / J. P. Shelton // *Business History Review*. – 1965. – Vol. 39. № 3. – P. 391–402.
223. Sicard G. Aux origines des societees anonymes: les moulins de Toulouse au Mouen Age / G. Sicard. – P.: Arman Colin, 1953. – 408 p.
224. Smith M. A History of the Global Stock Market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
225. Spieser P. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
226. Spooner F. L'Economie mondiale et les frappes monetaires en France, 1493–1680 / F. Spooner. – P. Librairie Armand Colin, 1956. – 544 p.
227. Sprenger A. Die alte Geographie Arabiens als Grundlage der Entwicklungsgeschichte des Semitismus / A. Sprenger. – Bern: Commissionsverlag von Huber & Comp., 1875. – 343 p.
228. Stasavage D. States of Credit. Size, power and the development of European Polities / D. Stasavage. – Princeton: Princeton University Press, 2011. – 192 p.
229. Steensgaard N. The Growth and Composition of the long-distance trade of England and the Dutch Republic before 1750 / N. Steensgaard // *The Rise of Merchant Empires. Long-distance Trade in the*

- Early Modern World, 1350–1750 / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 102–152.
230. Swift J. The Bubble / J. Swift. – <http://www.buyandhold.com/bh/en/education/history/2004/swift.html>.
 231. Tanukli al Muhhasin ibn Ali. The Table-Talk of a Mesopotamian Judge / Tanukli al Muhhasin ibn Ali // *Islamic Culture*. – 1929. – №3. – P. 490–552.
 232. Temin P. Prometheus Shackled. Goldsmith Banks and England's Financial Revolution After 1700 / P. Temin, Voth H. – Oxford: Oxford University Press, 2013. – 214 p.
 233. The Cambridge Economic History of the Greco-Roman World / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2007. – 942 p.
 234. The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720 / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – 345 p.
 235. The Rise of Merchant Empires. Long-distance Trade in the Early Modern World, 1350–1750 / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – 442 p.
 236. The Roman Economy / Ed. by W. Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – 443 p.
 237. Thiers A. The Mississippi Bubble. A Memoir of John Law / A. Thiers. – N. Y.: Newton Page, 2011. – 252 p.
 238. Tracy J. A Financial Revolution in Habsburg Netherlands: Renten and Renteners in the County of Holland, 1515–1565 / J. Tracy. – Berkeley: University of California Press, 1985. – 276 p.
 239. Udovich A. Partnership and Profit in Medieval Islam / A. Udovich. – New Jersey: Princeton University Press, 1970. – 282 p.
 240. Yasuko S. Japan-Netherlands Trade, 1600–1800. The Dutch East India Company and Beyond / S. Yasuko. – Kyoto: Kyoto University Press, 2012. – 282 p.
 241. Young E. Imperium Pelagi a Naval Lyrick: Written in Imitation of Pindar's Spirit. Occasion'd by His Majesty's Return, Sept. 1729 and the Succeeding Peace / E. Young. – L.: BiblioBazaar, 2010 – 72 p.
 242. Varille M. Les Foires de Lyon avant la Revolution / M. Varille. – P.: Bonnaviat, 1920. – 48 p.
 243. Vega D., de la. Merchant Networks in the Cities of the Crown of Castile / D. de la Vega // *Commercial Networks and European Cities, 1400–1800* / Ed. by A. Caracausi, C. Jeggle. – L.: Pickering & Chatto, 2014. – P. 137–152.
 244. Vega J., de la. Die Verwirrung der Verwirrungen: vier Dialoge über Börse in Amsterdam / J. de la Vega [Ed. O. Pringsheim]. – Breslau: H. Fleischmann, 1919. – 233 s.
 245. Vega J., de la. Confusion de Confusiones. Portions Descriptive of the Amsterdam Stock Exchange / J. de la Vega [Ed. & Transl. H. Kellenbenz]. – Boston: Harvard Graduate School of Business Administration, 1957. – 42 p.
 246. Vivenza G. Roman Economic Thought / Vivenza G. // *The Roman Economy* / Ed. by Walter Scheidel. – Cambridge: Cambridge University Press, 2012. – P. 25–44.
 247. Voth H. Blowing Early Bubble: Rationale Exuberance in the South Sea and Mississippi Bubbles / H. Voth // *The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720* / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 89–98.

248. Vries, J. de. *The First Modern Economy: Success, Failure and Perseverance of the Dutch Economy, 1500–1815* / J. de Vries, A. van der Woude. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 767 p.
249. Weber M. *Agrarverhältnisse im Altertum* // M. Weber. *Gesammelte Aufsätze zur Social- und Wirtschaftsgeschichte*. – Tübingen, 1924. – P. 1–288.
250. Wee H., van der. *Anvers et les innovations de la technique financière aux XVI et XVII siècle* / H. van der Wee // *Annales. Economies, Societes, Civilisations*. – 1967. – Vol. 22. – P. 1069–1083.
251. Wee H., van der. *Structural Changes in the European long-distance trade, and particularity in the re-export trade from south to north, 1350–1750* / H. van der Wee // *The Rise of Merchant Empires. Long-Distance Trade in the Early Modern World, 1350–1750* / Ed. by J. Tracy. – Cambridge: Cambridge University Press, 1991. – P. 14–33.
252. Weir D. *Tontines, Public Finance and Revolution in France and England, 1688–1789* / D. Weir // *Journal of Economic History*. – 1989. – Vol. 49. – P. 95–124.
253. Wennerlind C. *Casualties of credit. The English Financial Revolution, 1620–1720* / Wennerlind C. – Cambridge (Mass.): Harvard University Press, 2011. – 348 p.
254. White E. *The Long Shadow of John Law on French Public Finance: The Mississippi Bubble* / E. White // *The Great Mirror of Folly. Finance, Culture and the Crash of 1720* / Ed. by W. Goetzmann, C. Labio, K. Rouwenhorst, T. Young. – New Haven: Yale University Press, 2013. – P. 99–106.
255. Whyman S. *Sociability and Power in Late-Stuart England: The Cultural Worlds of the Verneys, 1660–1720* / S. Whyman. – L.: Oxford University Press, 1999. – 314 p.
256. Will E. *Trois quarts de siècle de recherches sur l'économie grecque antique* / E. Will // *Annales. Economies. Societe. Civilisation*. – 1954. – №9. – P. 7–19.
257. Wilson C. *Anglo-Dutch Commerce & Finance in the Eighteenth Century* / C. Wilson. – Cambridge: Cambridge University Press, 1966. – 235 p.
258. Wintel P., van. *Het aandeel van den amsterdamschen handel aan den opbouw van het americaansche gemeenebest* / P. van Wintel // *Werken uitgegeven door de vereeniging het Nederlandsch Economisch-Historisch Archief. Vol. 1*. – Hague, 1927. – P. 151–195.
259. Wunch C. *Neo-Babylonian Entrepreneurs* / C. Wunch // *The Invention of Enterprise. Entrepreneurship from Ancient Mesopotamia to Modern Times*. Ed. D. Landes, J. Moky, W. Baumol. – Princeton: Princeton University Press, 2010. – P. 40–61.