

Лекція XII.

Государственный кредитъ. Отличіе государственнаго кредита отъ частнаго. Кратносрочный кредитъ. Долгосрочный кредитъ — процентный и безпроцентный, внутренній и внѣшній. Консолидированные займы. Механизмъ заключенія долгосрочныхъ займовъ; условія и источники погашенія; формы государственныхъ займовъ; способы ихъ реализаціи, проценты и эмиссіонный курсъ. Конверсія займовъ.

Многочисленныя и разнообразныя потребности государства не могутъ быть удовлетворены одними лишь текущими его доходами. Во-первыхъ, государству, какъ и частному хозяйству, нерѣдко приходится производить такіе расходы, которые по времени не совпадаютъ съ поступленіемъ соотвѣтственныхъ доходовъ, и это несопадѣніе сроковъ поступленія доходовъ и расходовъ понуждаетъ государство изыскивать тѣ или иные способы кредитнаго покрытія расходовъ впредь до поступленія соотвѣтственныхъ доходовъ. Затѣмъ, государству приходится производить затраты, рассчитанныя на много лѣтъ, результатами которыхъ пользуется иногда цѣлый рядъ поколѣній. Таковы расходы, имѣющіе цѣлю укрѣпленіе политическаго могущества (постройка крѣпостей, увеличеніе флота, перевооруженіе и т. п.), или коренное улучшеніе экономическаго благосостоянія страны (примѣромъ подобныхъ затратъ можетъ служить у насъ выкупная операція послѣ отмѣны крѣпостного права, возстановленіе металлическаго обращенія, проведеніе сѣти желѣзныхъ дорогъ и т. п.), или, наконецъ, насажденіе духовно-культурныхъ благъ, важныхъ не для одного нынѣ живущаго, но и для цѣлаго ряда будущихъ поколѣній (устройство университетовъ, бібліотекъ, музеевъ и т. п.). Создавать всѣ эти матеріальныя и культурныя блага при помощи однихъ только текущихъ доходовъ государства значило бы требовать слишкомъ тяжелыхъ жертвъ отъ настоящаго поколѣнія, которое, быть можетъ, мало воспользуется благотѣльными послѣдствіями этихъ государственныхъ мѣропріятій. Такія затраты могутъ быть уподоблены помѣщенію въ предпріятіе постоянного или основнаго капитала, который воспроизводится лишь малыми частями, въ теченіе цѣлаго ряда лѣтъ, и требуетъ посте-

ленного, долевого погашенія. Участвуя въ покрытіи этого рода расходовъ по мѣрѣ силъ своими текущими доходами, государство, вмѣстѣ съ тѣмъ, старается разложить тяжесть затратъ и на слѣдующія поколѣнія плательщиковъ. Подобно тому, какъ государство производитъ разсрочку крупныхъ расходовъ, непосильныхъ для одного бюджетнаго періода, на нѣсколько смѣтныхъ лѣтъ, такъ точно капиталные расходы, непосильные одному поколѣнію, разсрочиваются, при помощи кредита, на нѣсколько поколѣній, на которыя и возлагается равномерно тяжесть оплаты процентовъ и погашенія.

Государственный кредитъ, съ внѣшней стороны, имѣетъ много общаго съ частнымъ кредитомъ, ибо и въ государственномъ кредитѣ устанавливаются извѣстные обязательственныя отношенія между государствомъ, какъ должникомъ, и отдѣльными лицами, какъ кредиторами. Однако, государственный кредитъ имѣетъ и нѣкоторыя характерныя особенности, которыми онъ существенно отличается отъ кредита частнаго. Существованіе государства не только болѣе прочно и обезпечено, чѣмъ какихъ бы то ни было физическихъ и даже юридическихъ лицъ, но по идеѣ считается вѣчнымъ. Поэтому, тогда какъ частный кредитъ непременно предполагаетъ опредѣленный срокъ, государственный кредитъ можетъ быть безсрочнымъ. Затѣмъ, сколько-нибудь долгосрочные частные займы предполагаютъ непременно обезпеченіе кредита какимъ-нибудь прочнымъ залогомъ, напримѣръ, недвижимою собственностью; государство же имѣетъ возможность заключать займы на самыя продолжительныя сроки безъ всякаго залога или обезпеченія опредѣленнымъ имуществомъ. Хотя государственные займы обыкновенно обезпечиваются „всѣмъ государственнымъ достояніемъ“, но само собою понятно, что обезпеченіе это особаго юридическаго значенія не имѣетъ, ибо, болѣею частью, нѣтъ той власти, которая могла бы понудить государство реализовать это достояніе для удовлетворенія претензій государственныхъ кредиторовъ. Только политически слабыя государства бываютъ подчасъ вынуждены въ обезпеченіе процентовъ и погашенія своихъ займовъ предоставлять опредѣленные источники доходовъ, напримѣръ, таможенные сборы, или какой-нибудь косвенный налогъ, причемъ кредиторамъ иногда дается право имѣть своихъ представителей въ администраціи этой, какъ бы заложенной, статьи государственныхъ доходовъ. Такъ, напримѣръ, турецкіе займы обезпечены доходомъ отъ табачной монополіи, штемпельнымъ, питейнымъ и нѣкоторыми другими налогами; египетскій заемъ обезпеченъ налогомъ на табакъ и т. п. Подобные государ-

ственные займы уже уклоняются от чистого типа государственного кредита, по идеѣ не нуждающагося въ специальномъ обезпеченіи. Такого же рода уклоненіе въ сторону частно-хозяйственного кредита представляютъ собою займы нѣкоторыхъ государствъ, обезпечиваемые поручительствомъ постороннихъ державъ, какъ, напримѣръ, нѣкоторые египетскіе и китайскіе займы. Дальнѣйшая особенность государственного кредита, сравнительно съ частнымъ, заключается въ томъ, что частный кредитъ всегда предполагаетъ добровольное соглашеніе между обѣими сторонами, государство же можетъ при заключеніи своихъ займовъ до извѣстной степени вносить элементъ принужденія, напримѣръ, при выпускѣ бумажныхъ денегъ съ принудительнымъ курсомъ. Особенность государственного кредита можно также усматривать въ его способности привлекать въ огромныхъ размѣрахъ иностранные капиталы. Частное лицо или даже крупная торговая фирма, каково бы ни было довѣріе къ нимъ, не можетъ пользоваться иностраннымъ кредитомъ въ той формѣ и въ такихъ размѣрахъ, какъ это доступно государству. Прибѣгая къ этому источнику въ тѣхъ случаяхъ, когда необходимы затраты, рассчитанныя на долгій срокъ, не могутъ быть покрыты внутренними капиталами, кредитоспособная страна, финансы которой находятся въ порядкѣ, можетъ получать такимъ путемъ необходимыя средства и притомъ иногда изъ болѣе низкаго процента, чѣмъ процентъ, существующій въ странѣ.

Съ другой стороны, нѣкоторыя свойства, присущія частному кредиту, выступаютъ въ государственномъ кредитѣ съ особенною силою. Благодѣтельное дѣйствіе частнаго кредита состоитъ, главнымъ образомъ, въ возможности сосредоточивать разрозненные капиталы, ищущіе помѣщенія, и, такимъ образомъ, расширять производство страны путемъ затраты этихъ сборныхъ капиталовъ. Ту же функцію выполняетъ и государственный кредитъ, но въ еще болѣе мѣрѣ, конечно, въ тѣхъ случаяхъ, когда онъ употребляется на производительныя цѣли. Другое благотворное дѣйствіе кредита, болѣе сильное въ государственномъ, нежели въ частномъ кредитѣ, заключается въ томъ, что, открывая обезпеченное помѣщеніе для капиталовъ, онъ содѣйствуетъ накопленію сбереженій, а, слѣдовательно, и умноженію капиталовъ въ странѣ. Въ какой степени государственный кредитъ способствуетъ развитію духа бережливости, можно видѣть на примѣрѣ Франціи, гдѣ въ 1830 году государственныхъ кредиторовъ было всего 12.500 лицъ, въ 1863—833.000, въ 1877 году около 4½ миллионновъ и т. д.

На вопросъ о предѣлахъ благоразумнаго пользованія госу-

дарственнымъ кредитомъ мы не будемъ здѣсь подробно останавливаться, такъ какъ объ этомъ мы говорили уже при изложеніи основаній бюджетной политики. Тамъ мы указали, что по этому вопросу существуютъ два противоположныхъ воззрѣнія: одни признаютъ государственный кредитъ средствомъ крайне вреднымъ и опаснымъ и рекомендуютъ всячески избѣгать его; другіе, наоборотъ, считаютъ государственный кредитъ благодѣяніемъ, которымъ можно и должно пользоваться въ самыхъ широкихъ размѣрахъ. Правильное же отношеніе къ государственному кредиту, какъ мы указывали, заключается въ соблюденіи золотой середины между этими крайностями, изъ которыхъ первая способна совершенно затормозить и политическое, и экономическое развитіе страны, а вторая можетъ привести государство въ неисправности въ платежахъ, т.-е. къ банкротству, даже при самой производительной затратѣ занятыхъ капиталовъ.

Какъ выше было сказано, государственный кредитъ имѣетъ двойное назначеніе — или способствовать своевременному производству расходовъ данного бюджетнаго періода при несоответствіи сроковъ поступленія доходовъ, или же давать средства для расходовъ, совершенно непосильныхъ одному и даже нѣсколькимъ бюджетнымъ періодамъ. Въ первомъ случаѣ мы имѣемъ дѣло съ краткосрочнымъ кассовымъ кредитомъ, во второмъ — съ долгосрочнымъ государственнымъ кредитомъ.

Краткосрочный кассовый кредитъ можетъ проявляться въ двухъ формахъ: въ видѣ обыкновеннаго коммерческаго кредита и въ видѣ *текущаго государственнаго долга*.

Коммерческій кредитъ государства выражается въ пользованіи тѣми же обыкновенными кредитными операціями, какими пользуются и частныя хозяйства; сюда относится вексельный, депозитный и банковый кредитъ.

Второй видъ краткосрочнаго кредита составляетъ такъ называемый *текущій долгъ* (*dette flottante*), который выражается или въ пользованіи депозитными капиталами, или въ выпускѣ краткосрочныхъ обязательствъ.

Депозитными капиталами называются суммы, которыя частныя лица и учрежденія обязаны въ извѣстныхъ случаяхъ вносить на временное храненіе въ государственныя кассы. Такъ, напримѣръ, когда капиталы частныхъ лицъ являются предметомъ судебного процесса, эти капиталы должны находиться въ государственномъ депозитѣ. Залоги чиновниковъ, подрядчиковъ точно также вносятся въ депозитъ. Иногда государство обязываетъ извѣстныхъ лицъ или

учрежденія держать у него въ депозитѣ всѣ свои свободные капиталы. Такъ, сберегательныя и вспомогательныя кассы и другія учрежденія обязываются держать свои капиталы въ депозитѣ у государственной казны. Во Франціи даже существуетъ особенный органъ финансоваго управленія, заведующій такими депозитами, именно Caisse des dépôts et des consignations, куда стекаются всѣ депозиты судебныхъ и административныхъ учреждений, залогомъ рядчнковъ и предпринимателей, вклады сберегательныхъ кассъ, капиталы различныхъ рабочихъ союзовъ для вспоможенія, страхованія и т. п. Изъ года въ годъ замѣчается постоянный приростъ этихъ депозитныхъ капиталовъ, такъ что государство можетъ совершенно свободно пользоваться значительною частью ихъ, даже не возвращая самыхъ капиталовъ, а лишь начисляя на нихъ проценты, какъ это и имѣетъ мѣсто въ Франціи, гдѣ депозитный кредитъ даже перешелъ за предѣлы краткосрочнаго кассоваго кредита и сдѣлался источникомъ долгосрочнаго государственнаго кредита.

Краткосрочныя обязательства, выпускаемые для потребностей текущаго долга, носятъ названіе билетовъ казначейства (bons du trésor). Погашаются они по мѣрѣ поступления государственныхъ доходовъ. Билеты эти удобны тѣмъ, что, будучи выпущены на короткій срокъ и обезпечены государственными доходами, они охотно принимаются публикою, служа одновременно и платежнымъ средствомъ, и краткосрочнымъ помѣщеніемъ для капиталовъ. И у насъ первоначально билеты казначейства вполнѣ носили характеръ текущаго долга, но хроническіе дефициты въ прежнее время способствовали тому, что билеты оставались долгое время въ обращеніи и не погашались. Билеты эти носятъ у насъ названіе *серій*, выпускаются на срокъ не болѣе восьми лѣтъ, но на мѣсто погашенныхъ обыкновенно выпускаются новыя, такъ что долгъ по серіямъ пріобрѣтъ у насъ характеръ долгосрочности. Серіи находятъ большой спросъ и обыкновенно стоятъ выше паритета. Выпускаются онѣ небольшими купюрами, обыкновенно въ 100 и 50 рублей, по нимъ уплачивается отъ 3% до 3,79%, и онѣ принимаются въ платежи, какъ наличныя деньги. Поэтому серіи и пріобрѣли у насъ значеніе какъ бы подсобныхъ денежныхъ знаковъ. Въ послѣдніе годы долгъ этотъ значительно сократился.

Мы уже указывали, что въ тѣхъ случаяхъ, когда предстоящія государству затраты не могутъ быть покрыты ни текущими средствами, ни краткосрочнымъ кредитомъ, правительству приходится прибѣгать къ *долгосрочнымъ займамъ*.

Различаются два основныхъ вида долгосрочнаго кредита—

безпроцентный и процентный кредитъ. *Безпроцентный кредитъ* представляет собою исключительную и ненормальную форму кредита и обыкновенно является наслѣдіемъ неправильнаго финансоваго управленія или большихъ войнъ. Осуществляется онъ или путемъ выпуска государственныхъ бумажныхъ денегъ съ принудительнымъ курсомъ, о чемъ уже говорилось въ лекціяхъ по народному хозяйству, или путемъ предоставленія какому-нибудь частному банку исключительнаго права выпуска необеспеченныхъ банковыхъ билетовъ на сумму, заимствуемую правительствомъ у банка. Такъ, напримѣръ, при основаніи Англійскаго банка въ 1694 году, послѣдній получилъ право выпуска банковыхъ билетовъ, безъ всякаго покрытія, на 1.200.000 фунтовъ стерлинговъ, т.-е. именно на сумму, равную долгу правительства банку. Впослѣдствіи, съ возрастаніемъ долга правительства банку, росло и количество банковыхъ билетовъ, выпускаемыхъ безъ покрытія; въ 1888 году оно равнялось 16,4 милліонамъ фунтовъ. Въ настоящее время безпроцентная форма государственнаго кредита осуждается финансовой наукой и практикой, какъ нарушающая экономическіе интересы страны и подрывающая довѣріе къ государственнымъ финансамъ.

Обычной формой государственнаго долгосрочнаго кредита являются нынѣ *процентные* долгосрочные займы, заключаемые или внутри государства — такъ называемые *внутренніе* займы, или за границей — такъ называемые *внѣшніе* займы. Внутренніе займы, при равенствѣ прочихъ условій, конечно, выгоднѣе для страны въ виду того, что проценты, уплачиваемые государствомъ, остаются внутри самой страны, и такимъ образомъ население получаетъ обратно ту часть налоговъ, которую оно вноситъ на расходы по оплатѣ процентами государственныхъ займовъ. Однако, въ финансовомъ отношеніи, внѣшніе займы представляются иногда болѣе выгодными, ибо правительство получаетъ возможность выбирать для заключенія займа ту страну, гдѣ, вслѣдствіе обилія капиталовъ, ссудный процентъ стоитъ на болѣе низкомъ уровнѣ, и гдѣ съ большимъ успѣхомъ и быстротой можетъ быть произведена реализація займа. Долгосрочные государственные займы называются также *консолидированными* займами. Это названіе объясняется тѣмъ, что значительная часть долгосрочныхъ займовъ вызвана необходимостью консолидировать, т.-е. утвердить текуцій государственный долгъ, другими словами, преобразовать накопившіеся краткосрочные кредиты въ долгосрочные займы.

Въ механизмѣ заключенія долгосрочныхъ займовъ необходимо отмѣтить слѣдующіе моменты: 1) условія и источники погашенія;

2) формы долговыхъ обязательствъ; 3) способы реализаціи; 4) процентъ и эмиссіонный курсъ.

Условія погашенія займа являются чрезвычайно важнымъ моментомъ въ механизмѣ заключенія займовъ и служатъ основаніемъ для раздѣленія ихъ на нѣсколько типовъ. Прежде всего, различаются займы *погашаемые* и *непогашаемые*, или *рентные*. Выше было уже сказано, что государство, по самой своей идее, является институтомъ вѣчнымъ, и потому правительство можетъ обѣщать непрерывную и безсрочную уплату процентовъ безъ возврата самого капитала. При этомъ иногда государство, не обѣщая погасить долгъ въ опредѣленный срокъ, сохраняетъ за собою право, если сочтетъ нужнымъ, выкупить его. Заключение рентныхъ займовъ представляетъ для финансоваго управленія важное преимущество въ томъ отношеніи, что освобождаетъ его отъ необходимости изыскивать средства для возврата капиталовъ въ неудобное для него время. Но, съ другой стороны, опасность этой формы займовъ заключается въ томъ, что, освобождая правительство отъ заботы о погашеніи государственныхъ долговъ, она можетъ повести къ болѣе легкомысленному пользованію государственнымъ кредитомъ. При заключеніи погашаемыхъ займовъ заранѣе устанавливается планъ погашенія, въ которомъ обозначаются какъ сроки, такъ и размѣры ежегодныхъ выплатъ. Иногда правительство обязывается начать погашеніе займа не ранѣе опредѣленнаго срока, напримѣръ 5-ти или 10-ти лѣтъ со времени заключенія займа, или же выговариваетъ себѣ право досрочнаго выкупа, если срокъ погашенія отдаленъ на продолжительное время, напримѣръ, на 20, 30 или 50 лѣтъ.

Что касается самыхъ *способовъ погашенія*, то въ этомъ отношеніи различаются двѣ системы: или погашеніе производится посредствомъ *периодическаго тиража* долговыхъ обязательствъ и оплаты ихъ по номинальной стоимости, или же долгъ погашается посредствомъ присоединенія къ ежегоднымъ платежамъ процентовъ известной *погасительной доли капитала*, такъ что къ наступленію условленнаго срока весь долгъ оказывается погашеннымъ.

Займы съ послѣдней формой погашенія, т.-е. съ уплатой капитала одновременно съ процентами, известны подъ названіемъ *срочныхъ рентъ*. Въ экономическомъ отношеніи срочныя ренты представляютъ тотъ недостатокъ, что могутъ вести къ легкому расходованію населеніемъ возвращаемыхъ капиталовъ, вслѣдствіе выплаты ихъ малыми долями.

Въ связи съ установленіемъ плана погашенія займовъ находится вопросъ объ изысканіи потребныхъ для этого *финансовыхъ*

источниковъ. Если государство не устанавливаетъ постепеннаго погашенія, а сохраняетъ лишь за собою право выкупа займа при благоприятныхъ обстоятельствахъ, то возможность выкупа обусловливается подысканіемъ какихъ-либо чрезвычайныхъ ресурсовъ. Однимъ изъ такихъ чрезвычайныхъ источниковъ представляется *продажа государственныхъ имуществъ.* Если государственныя имущества въ казенномъ управленіи приносятъ мало дохода, а вмѣстѣ съ тѣмъ представляется возможность продать ихъ за значительную сумму, то, конечно, съ чисто-финансовой точки зрѣнія, погашеніе займа посредствомъ такой продажи можно считать выгодною операциею. Однако, отчужденіе государственныхъ земель въ сколько-нибудь крупныхъ размѣрахъ противорѣчитъ важнѣйшимъ интересамъ народнаго хозяйства, лишая правительство запаснаго земельного фонда для устройства избыточнаго населенія.

Другимъ спеціальнымъ средствомъ для погашенія займовъ можетъ служить образованіе особаго *погасительнаго фонда*, накопляемаго или посредствомъ введенія спеціальныхъ налоговъ, или на счетъ отчисленій изъ общихъ государственныхъ доходовъ. Практика, однако, показала, что образованіе погасительныхъ фондовъ не обезпечиваетъ правильности погашенія долговъ, такъ какъ финансовое управленіе, имѣя въ погасительномъ фондѣ постоянный запасъ свободныхъ средствъ, обыкновенно пользовалось ими вопреки ихъ назначенію и черпало изъ нихъ всякій разъ, когда отысканіе другихъ источниковъ сопряжено было съ затрудненіями. Система погасительныхъ фондовъ, весьма распространенная прежде въ Западной Европѣ, нынѣ повсюду оставлена.

Въ концѣ концовъ, въ виду повсемѣстнаго систематическаго роста государственной задолженности, въ наше время вопросъ о погашеніи государственныхъ долговъ сводится скорѣе къ вопросу о преобразованіи прежней задолженности на новыхъ, болѣе выгодныхъ для государства условіяхъ, т.-е. къ такъ называемому *конвертированію* государственныхъ займовъ. Конечно, при наличности особо благоприятныхъ финансовыхъ обстоятельствъ, государство можетъ предпринять и погашеніе части своего долга за счетъ бюджетныхъ избытковъ. Къ сожалѣнію, въ виду современнаго колоссальнаго роста государственныхъ потребностей, заботы о погашеніи государственныхъ долговъ въ наше время могутъ быть отнесены лишь къ области благихъ пожеланій.

Въ отношеніи *формъ государственныхъ займовъ* можно различать три основныхъ типа: 1) англійскія консоли, 2) французскую

ренту и 3) облигационную форму, получившую распространение въ средней Европѣ.

Англійская система *консольей* заключается въ томъ, что всѣ долги государства записываются въ особую долговую книгу, въ которой каждому кредитору открывается своя страница, гдѣ отмѣчается его имя и фамилія, сумма внесеннаго капитала и размѣръ процента. Сумма всѣхъ записей, внесенныхъ въ долговую книгу, составляетъ такъ называемый *консолидированный* національный долгъ, а каждая отдѣльная запись носить названіе консоли. Никакихъ документовъ, свидѣтельствующихъ о долгѣ, на руки не выдается, и за полученіемъ процентовъ необходимо являться въ учрежденіе, заведующее англійскимъ государственнымъ долгомъ, именно въ Англійскій банкъ. Для передачи долга другому лицу или для продажи своихъ консолей необходимо произвести надлежащую запись въ долговую книгу. Этою затруднительностью отчужденія консолей и объясняется, почему въ числѣ кредиторовъ англійскаго правительства фигурируютъ преимущественно одни крупныя англійскіе капиталисты. Однако, необходимость придать консолямъ болѣшую подвижность на денежномъ рынкѣ заставила англійское правительство отступить отъ своей старинной системы, и въ 1865 году государственнымъ кредиторамъ было предоставлено право получать изъ Англійскаго банка облигационныя свидѣтельства, съ купонными листами, на сумму, записанную въ долговую книгу.

Во Франціи въ 1793 году была также заведена Большая книга государственныхъ долговъ. Въ эту книгу вносятся записи покупаемыхъ у правительства *рентъ*, но въ отличіе отъ англійской системы—безъ указанія на капиталный долгъ. Однако, уже въ двадцатыхъ годахъ XIX вѣка французское правительство стало выдавать именныя свидѣтельства, удостоверяющія внесеніе въ Большую книгу рентнаго платежа въ пользу даннаго лица, а съ 1831 года и свидѣтельства на предъявителя. Другая особенность, отличающая французскую ренту отъ англійскихъ консолей, состоитъ въ томъ, что въ то время, какъ запись на послѣднія принимается лишь въ Англійскомъ банкѣ, французскую ренту можно пріобрѣтать у всѣхъ сборщиковъ податей. Благодаря этому удобству, а также и тому обстоятельству, что французская рента допущена въ купюрахъ до 5 франковъ ежегоднаго дохода, при взносѣ капитала около 100—150 франковъ, рента эта получила широкое распространеніе въ населеніи, которое мало-по-малу пріучилось помѣщать въ этой рентѣ всѣ свои, даже самыя мелкія, сбереженія.

Совершенно иной характеръ имѣетъ такъ называемая *облига-*

купонная система заключенія займовъ. Сущность ея состоитъ въ томъ, что правительство выдаетъ своимъ кредиторамъ однообразные долговые документы, въ которыхъ обозначается сумма долга, обыкновенно въ круглыхъ цифрахъ (100, 500, 1000, 10.000), размѣръ процента, условія погашенія, и къ которымъ приложенъ купонный листъ. Облигаціи выпускаются именныя и на предъявителя. Последняя форма является наиболѣе распространенною, такъ какъ лишь при ней правительство можетъ разсчитывать на всемірный денежный рынокъ.

Сравнивая облигаціонную форму займовъ съ англійской консольной, слѣдуетъ замѣтить, что лишь последняя можетъ разсчитывать на помѣщеніе займовъ въ твердыя руки, тогда какъ облигаціи легко подвержены спекуляціи и биржевой игрѣ. Французская рента на предъявителя, хотя по формѣ и близко подходитъ къ облигаціямъ, однако, по характеру своего размѣщенія среди бережливаго французскаго населенія, не можетъ служить удобнымъ орудіемъ для спекуляціи. Тѣмъ не менѣе, въ Западной Европѣ и у насъ утвердилось облигаціонная система въ виду того, что по современнымъ экономическимъ условіямъ государственные кредитные документы должны обладать легкою подвижностью.

Обращаясь къ способамъ реализаціи государственныхъ займовъ, слѣдуетъ отмѣтить два основныхъ приема. Правительство можетъ либо уступить всю сумму займа *синдикату банкировъ* по условленному курсу, предоставляя имъ самимъ размѣстить заемъ въ частныя руки, либо объявить *публичную подписку*, въ которой могутъ принять участіе всѣ желающіе. Выборъ того или другого способа зависитъ отъ состоянія денежнаго рынка. При уступкѣ займа синдикату банкировъ, правительство обезпечиваетъ себя отъ риска на случай неудачи подписки и получаетъ возможность быстрѣе имѣть въ своемъ распоряженіи необходимыя средства, нежели при публичной подпискѣ. Но, съ другой стороны, правительство теряетъ всю скидку съ номинальной стоимости займа, которую банкиры выговариваютъ въ свою пользу (*банкирская провизія*). Впрочемъ, и при публичной подпискѣ правительство обыкновенно принуждено прибѣгать къ услугамъ банковъ и банкировъ по размѣщенію займа въ публикѣ, конечно, также за опредѣленное комиссіонное вознагражденіе.

Въ связи съ выборомъ способа реализаціи займа находится и опредѣленіе высоты *процента и курса*, по которому правительство выпускаетъ заемъ. Относительно процента слѣдуетъ замѣтить, что онъ можетъ быть установленъ или равнымъ существующему въ дан-

ное время на денежномъ рынкѣ проценту роста на капиталъ, или ниже, или же выше его; въ зависимости отъ этого находится и высота курса, по которому реализуется заемъ, т.-е. размѣръ скидки съ номинальной цѣны, которую правительство дѣлаетъ приобретающему облигации. Такъ, напримѣръ, предположимъ, что существующій уровень ссуднаго процента составляетъ 4%; если въ этомъ случаѣ правительство пожелаетъ заключить заемъ изъ 3%, то оно не получитъ за каждую 100-рублевую облигацию полностью 100 рублей, а гораздо меньше, напримѣръ, 75 рублей; правительство, уплачивая 3 рубля процентовъ на номинальную сторублевую облигацию, будетъ въ дѣйствительности платить тѣ же 4% на полученный капиталъ. Съ другой стороны, при уровнѣ роста въ 4%, выпуская заемъ изъ 5%, правительство получаетъ возможность помѣстить его по 125 рублей за каждую сторублевую облигацию, т.-е. будетъ платить на полученный въ дѣйствительности капиталъ тѣ же 4%. Такимъ образомъ, оказывается, что займы, заключаемые изъ 3% или 5%, вслѣдствіе разницы въ реализуемомъ курсѣ, въ дѣйствительности оплачиваются правительствомъ одинаково, какъ и заемъ изъ 4%, реализуемый *al pari*. Спрашивается, что выгоднѣе — заключить ли заемъ изъ 4%, выпустивъ его *al pari*, или изъ 3% и 5%, выпустивъ его выше или ниже номинальной стоимости? На практикѣ разрѣшеніе этого вопроса представляется очень сложнымъ и зависитъ отъ условій денежнаго рынка и общей финансово-экономической политики страны.

Особымъ способомъ привлеченія приобретателей для новаго займа и обезпеченія успѣха подписки является выпускъ процентныхъ бумагъ съ преміями или выигрышами. Это такъ называемые *лотерейные* займы, представляющіе одну изъ самыхъ раннихъ формъ государственнаго долгосрочнаго кредита. Ею пользовались уже въ XVII вѣкѣ въ Голландіи и Англіи, съ конца XVIII столѣтія въ Австріи, а въ XIX вѣкѣ въ Пруссіи и Россіи. Сущность лотерейныхъ займовъ заключается въ томъ, что проценты по займу, цѣликомъ или частью, обращаются на выдачу болѣе или менѣе значительныхъ выигрышей. Благодаря расчету на выигрышъ, населеніе охотнѣе помѣщаетъ свои капиталы въ лотерейный заемъ и приобретаетъ его по высшему курсу, нежели при простомъ процентномъ займѣ. Лотерейные займы, однако, оказываютъ вредное вліяніе на народную нравственность и благосостояніе, поощряя страсть къ игрѣ и легкой наживѣ и отвлекая капиталы отъ производительнаго помѣщенія.

Какъ мы уже говорили, въ наше время старанія прави-

тельствъ не столько направляются на погашеніе займовъ, сколько на преобразованіе ихъ, съ цѣлю уменьшенія платежа процентовъ по нимъ. Этого рода операціи извѣстны подъ названіемъ *конверсій*. Сущность конверсій состоитъ въ томъ, что государство предлагаетъ своимъ кредиторамъ или согласиться на новыя, менѣе выгодныя для нихъ условія займа, или получить свои капиталы обратно. Само собой разумѣется, что конверсій могутъ имѣть мѣсто лишь по тѣмъ займамъ, по которымъ правительство оставило для себя въ этомъ отношеніи свободу дѣйствій и не связало себя неизмѣннымъ планомъ погашенія. Кроме того, для осуществленія конверсій необходимы опредѣленные вѣдѣшнія условія, а именно, пониженіе уровня ссуднаго процента въ странѣ, гдѣ размѣщенъ заемъ, и затѣмъ возможность для государства найти наличные капиталы для удовлетворенія такихъ владѣльцевъ конвертируемаго займа, которые не пожелали бы согласиться на новыя условія. При выборѣ удачнаго момента для конверсій, послѣднія представляютъ весьма выгодную для государства финансовую операцію. Что же касается до возраженій, которыя выставляются противъ конверсій со стороны заинтересованныхъ лицъ (собственниковъ конвертируемыхъ фондовъ), имению, что конверсія является нарушеніемъ со стороны государства своихъ обязательствъ, подрывающимъ даже его кредитъ, то подобныя возраженія представляются несостоятельными. Предлагая владѣльцамъ фондовъ на выборъ—согласиться на пониженіе процента, или получить капиталъ обратно—государство дѣлаетъ то же самое, что въправѣ сдѣлать относительно своего кредитора всякій должникъ, не связанный нерасторжимостью сдѣлки. Съ другой стороны, если бы правительство продолжало платить болѣе высокій процентъ, когда есть возможность понизить его, оно поступало бы несправедливо по отношенію ко всему населенію страны, съ котораго собираются излишнія средства для оплаты процентами государственнаго долга.