

Исторический журнал: научные исследования

Правильная ссылка на статью:

Галушко И.Н. Спекуляция ценными бумагами на фондовом рынке Российской империи в начале XX века: поведенческий анализ // Исторический журнал: научные исследования. 2025. № 4. DOI: 10.7256/2454-0609.2025.4.75648 EDN: PFGRQB URL: https://nbppublish.com/library_read_article.php?id=75648

Спекуляция ценными бумагами на фондовом рынке Российской империи в начале XX века: поведенческий анализ

Галушко Илья Николаевич

аспирант; кафедра Исторической информатики; Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова

119234, Россия, г. Москва, ул. Ломоносовский Проспект, 27, корп.4

✉ i.galushko15@gmail.com



[Статья из рубрики "Экономическая история, история предпринимательства"](#)

DOI:

10.7256/2454-0609.2025.4.75648

EDN:

PFGRQB

Дата направления статьи в редакцию:

21-08-2025

Дата публикации:

28-08-2025

Аннотация: Статья исследует спекуляцию ценными бумагами на фондовом рынке Российской империи начала XX в. как часть механизма ценообразования и координации интересов банковских синдикатов, промышленного капитала и частных игроков. В статье реконструируется типология участников торгов: «капиталисты» (долгосрочные инвесторы), профессиональные спекулянты и «публика», различающиеся по аппетиту к риску, горизонту инвестирования и дисциплине поведения. Спекуляция в позднеимперской России была встроенным механизмом функционирования рынка: она обеспечивала обращаемость ценных бумаг, а действия государства и банков напрямую влияли на инвестиционный климат и структуру интересов на рынке капитала. Спекуляция поддерживала высокую ликвидность рынка. В статье последовательно показано, что в

своей инвестиционной практике профессионалы биржевого дела учитывали психологический климат: уровень биржевого ажиотажа, настроение биржевой публики по отношению к конкретной бумаге, образ инновационности предприятий. Исследование опирается на подход поведенческих финансов: динамика цен трактуется как выражение коллективных ожиданий, избыточного оптимизма/паники, наряду с рациональными факторами. Источниковая база включает профессиональные трактаты по спекуляции (А. А. Васильев, 1912), публистику участников торгов на фондовом рынке (И. П. Манус, 1905), и материалы ЦГА Москвы (ф. 143, Московский биржевой комитет). Показано, что безрисковым «бенчмарком» для оценки прочих активов служили государственные фонды, а расхождения с ними и состояние денежного рынка направляли потоки капитала между «безрисковыми» и более доходными бумагами. На отраслевых примерах (ценные бумаги железнодорожных обществ) показаны институциональные особенности размещения выпусков ценных бумаг (акций и облигаций). Были описаны методики оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг, распространенные в финансовой практике рассматриваемого периода. Были рассмотрены практики целенаправленной поддержки котировок правительственные процентных бумаг со стороны государств; рынки воспринимали устойчивость государственных фондов в качестве ключевого элемента финансовой стабильности и укрепления доверия к политике. Исследовательские подходы поведенческих финансов оказались продуктивной методологической основой для анализа материалов по истории фондового рынка.

Ключевые слова:

фондовый рынок, Российская империя, спекуляция цennymi бумагами, ценообразование, государственные облигации, поведенческие финансы, рыночная микроструктура, безрисковая ставка, поведенческие аномалии, финансовая интервенция

Изучение фондового рынка как исторического феномена требует обращения не только к институциональным и правовым рамкам его развития, но и к спекулятивным практикам, которые в значительной мере определяли динамику ценообразования и поведения участников торгов. Котировки ценных бумаг, фиксируемые в биржевых бюллетенях, представляют собой уникальный исторический источник: они отражают не только макроэкономические тенденции и состояние государственных финансов, но и ожидания, настроения, а подчас и коллективные стратегии участников торгов. Для историка они становятся своеобразным «барометром» доверия к институтам, компаниям и государству.

Особое значение исследование спекуляции приобретает в контексте истории концентрации капитала в Российской империи. Формирование крупных финансово-промышленных группировок было тесно связано с механизмами фондового рынка, где спекулятивные операции нередко оказывались инструментом перераспределения собственности и влияния. Важную роль в этом процессе играли банковские синдикаты, поддерживавшие курсы акций и облигаций тех предприятий, с которыми они были связаны, создавая тем самым специфическую форму корпоративной солидарности и скрытой координации интересов.

Не менее показательной является деятельность государства на рынке капитала. Поддержание котировок правительственные процентных бумаг рассматривалось как элемент финансовой стабильности, а сами операции с долгом — как инструмент укрепления доверия к экономической политике. Таким образом, государство становилось

активным участником биржевой игры, чьи действия оказывали прямое влияние на инвестиционную привлекательность российского рынка в целом. Государство было заинтересовано в поддержании высоких цен своих фондов, а любые действия на фондовом рынке так или иначе приводят к соприкосновению с профессиональной спекуляцией.

В то же время спекуляция имела и важное функциональное значение: она обеспечивала ликвидность фондового рынка, создавая условия для ускорения свободного обращения ценных бумаг. Именно наличие спекулянтов позволяло ему выполнять роль механизма перераспределения ресурсов и информации.

Таким образом, обращение к феномену спекуляции открывает новые перспективы в изучении истории российского фондового рынка: оно позволяет рассматривать его не только как площадку для инвестиций, но и как сложную систему взаимодействия государства, банков, промышленного капитала и частных игроков, в которой цены ценных бумаг выступают не просто экономическими показателями, но и источником для реконструкции социальных и политических практик.

Обращение к методологии поведенческих финансов поможет нам существенно обогатить исследование спекуляции на историческом фондовом рынке. Данный подход позволяет учитывать не только рациональные, но и психологические факторы, определявшие поведение инвесторов. Так, мы стремимся интерпретировать динамику цен как отражение коллективных ожиданий, стадного поведения, избыточного оптимизма или паники.

Краткий корпус исследований феномена спекуляции на фондовом рынке Российской империи складывается прежде всего из работ П. В. Лизунова, Л. И. Бородкина и А. В. Коноваловой. Монография Бородкина и Коноваловой «Российский фондовый рынок в начале XX в.: факторы курсовой динамики»^[1] реконструирует поведение цен промышленных акций на Петербургской бирже, опираясь на длинные ряды котировок и инструменты статистического моделирования; авторы ставят вопрос о соотношении инвестирования и спекуляции, особенностях восприятия положительных и негативных новостей фондовым рынком, оценивают степень информационной связи между российскими и зарубежными фондовыми биржами. Эти сюжеты были несколько подробнее описаны в диссертации А. В. Коноваловой, посвященной теме влияния экономических и политических факторов на курсы 1900–1914 гг.^[2] П. В. Лизунов в серии исследований о российской биржевой системе и её акторах разбирает роль коммерческих банков в подпитке биржевого ажиотажа (и, соответственно, массовой спекуляции на рынке) через выдачу кредитов под залог ценных бумаг^[3, 4]; он же подробно исследует государственные контрмеры против спекуляции на курсе кредитного рубля в 1887–1894 гг., анализируя механизмы вмешательства правительства в ценовую динамику^[5]. В более поздних текстах Лизунов описывает трансформацию биржи в годы Первой мировой и обращение российских процентных бумаг на внутренних и европейских рынках^[6], что дополняет картину взаимодействия государства, банковских синдикатов и профессиональных участников фондового рынка.

Крайне важным источником для нашего исследования стала работа А. Васильева «Биржевая спекуляция. Теория и практика», изданная в 1912 году^[7]. В профильной отечественной историографии об этом авторе нет подробной информации. Данная книга известна как одно из немногих руководств по инвестированию и спекуляции на фондовом рынке, изданных на русском языке в начале XX в. В статье «Российское

общество и фондовая биржа во второй половине XIX – начале XX в.» П.В. Лизунов называет Васильева биржевым дельцом, который «выпустил книгу с достаточно красноречивым названием «Биржевая спекуляция, теория и практика», в которой делился накопленным опытом»^[4]. В 1913–1914 гг. А. А. Васильев издавал журнал «Биржевая спекуляция и акционерное дело».

Введение своей книги Васильев начинает с фразы о том, что он намеревается во всем содержании следовать работам французского специалиста по теории финансов А. Куртуа (в частности, ссылаясь на «Трактат биржевых операций и операций размена»)^[7, с. 5]. Как отмечает Васильев: «перечислять другие имена, т. е. придавать вид внешней эрудиции тому, что должно быть просто знанием, не имеет смысла в работе, подобной выпускаемой»^[7, с. 5]. Сама книга действительно выступает последовательным сборником ориентированных на практику советов по всем ключевым темам, входящим в предмет биржевой спекуляции. Васильев не единожды подчёркивает, что очень многое в профессии биржевого спекулянта познается исключительно опытом^[7, с. 69], поэтому книга насыщена большим количеством примеров с подробным разбором типовых рыночных ситуаций и широко применяемых видов биржевых сделок. Для нас особенно важным оказалось четкое разграничение типажей долгосрочного инвестора и спекулянта; дохода от помещения капитала в процентные бумаги и дохода от спекуляции на срок, – проходящее через весь труд А. А. Васильева. Книга «Биржевая спекуляция. Теория и практика» в рамках нашего исследования стала ключевым источником для реконструкции представлений участников биржевых торгов о методах оценки инвестиционной привлекательности ценных бумаг.

В качестве еще одного источника была использована книга «Политические, экономические и финансовые вопросы последнего времени»^[8], в которую вошли аналитические статьи И.П. Мануса (1860–1918 гг.), известного биржевого спекулянта, заработавшего на Санкт-Петербургской бирже миллионное состояние^[9]. В период с 1902–1903 гг. И.П. Манус периодически писал в разные петербургские газеты на темы, касающиеся финансовой и экономической политики Российской империи. В своих статьях он нередко выступает критиком решений Министерства финансов^[8, 28–31]; обличителем крупных спекулянтов и «дельцов», осуществляющих различные махинации на фондовом рынке^[8, с. 7–9]; финансовым аналитиком, предлагающим решение конкретных проблем^[8, с. 101] – всего в книгу, опубликованную в 1905 г., вошло 69 статей. Для нашего исследования этот источник оказался чрезвычайно полезным из-за широкого спектра тем, затронутых в рамках биржевой проблематики.

В группу архивных источников вошли материалы фонда №143 Центрального государственного архива города Москвы (ЦГА Москвы), хранящего документацию Московский биржевой комитет за 1839–1918 гг. Материалы Московского биржевого комитета предоставляют исследователю крайне ценную возможность рассмотрения предмета биржевых торгов через призму взаимодействия правительственные органов и института торгово-промышленного представительства. Для детальной характеристики процесса регулирования торгов на фондовом рынке нам важно знать, как объект нашего исследования преломляется в трактоках разных социальных групп. Так, например, материалы дела №288 «Доклады, статьи и справки о мерах и условиях привлечения частного капитала в дело железнодорожного строительства» (453Л)^[10] позволяют судить о том, как трактовали условия привлечения частного капитала представители финансовых кругов (в комментариях комиссии Биржевого комитета на законодательные

предложения правительства), технические специалисты высшего управления обществ железных дорог (в докладах ведущих инженеров), чиновники Министерства финансов (в запросах и проектах законодательных актов). Нам открывается широкая панорама взглядов разноуровневого профессионального сообщества.

Типология участников торгов на фондовом рынке

Начать раздел, посвященный поведенческому анализу доходности ценных бумаг на фондовом рынке Российской империи, мы бы хотели с описания групп участников торгов, которые в то время выделяли профессионалы биржевого дела. В дальнейшем эти группы не раз будут фигурировать в текстах наших источников. Сразу следует обозначить одно из главных разграничений, фигурирующее как в историографии, так и в материалах биржевых теоретиков начала ХХ века [7, с. 33] – это разграничение между «инвесторами» и «спекулянтами». От этой группы авторы наших источников отделяют «публику» – преимущественно негативную описательную категорию участников торгов, которым суждено потерять свои деньги либо по собственной вине, либо оказавшись жертвой махинаций и спекулятивных техник профессионалов. Но к этой группе мы еще вернемся в конце данного раздела, пока сосредоточимся на вопросе об «инвесторах». И хотя для финансовой литературы начала ХХ века термин «инвестор» неприменим, данную категорию участников торгов совершенно точно отделяют как от «спекулянтов», так и от «публики». И.П. Манус называет их «капиталистами» [8, с. 144], А. А. Васильев в труде «Биржевая спекуляция. Теория и практика» не применяет к ним особые термины, однако отдельно оговаривает, что, помимо спекулянтов, использующих техники краткосрочной торговли и преимущественно сделки на срок с ликвидацией в границах месяца, – существует другая группа успешных участников торгов, помещающих свой капитал в ценные бумаги с долгосрочными целями. А. А. Васильев описывает помещение капитала как отдельную сложную операцию, предполагающую четкое понимание своих целей и своего «аппетита к риску». Лица, стремящиеся сохранить и преумножить семейные накопления, должны выбирать наиболее стабильные ценности – рентные бумаги, акции и облигации с государственной гарантией, городские займы. В этом контексте начинается большое рассуждение о том, что определение границ допустимого риска является ключевым биржевым навыком – приведенные выше бумаги, относящиеся к «помещению отца семейства» [7, с. 33], дадут минимальную доходность. Люди, обладающие большей склонностью к риску, могут выбрать в качестве своей инвестиции акции и облигации коммерческих обществ – их доходность, как правило, будет превосходить ставку «безрисковых» активов. Подтверждением распространённости такого разделения между инвесторами по уровню толерантности к риску будет доклад горного инженера А.А. Вольского «О мерах к привлечению частных капиталов в дело железнодорожного строительства в России», представленный в Совете Съездов Представителей Промышленности и Торговли [10, л. 23]. Рассуждая о тонкостях механизма привлечения частных капиталов в коммерческое предприятие, автор заметки отмечает, что важно проводить четкое различие между двумя типами капиталистов: «Капиталисты, ищащие помещения своих сбережений в фондах, не идут на предпринимательский риск, и, наоборот, ищащие предпринимательского риска, не помещают своих капиталов в фонды. Это – две совершенно различные по своему психологическому строю категории капиталистов» [10, л. 24]. Эта цитата безусловно добавляет еще одно сложное измерение в разговор о помещении капитала – покупка значительных пакетов акций предполагала возможность активного участия в жизни предприятия через голосование на собрании акционеров.

И.П. Манус в статье «Нужна ли биржа для торговли вообще, а Харькову в особенности» подробно описывает потребности такого инвестора: доступ к информации о состоянии отдельных предприятий и рынка в целом; реализация биржевого механизма кредитной репутации участников торгов; фондовая инфраструктура, поддерживающая постоянную ликвидность [8, с. 151–153]. Схожие потребности мы обнаруживаем и у спекулянтов – через весь труд А. А. Васильева красной нитью проходит утверждение о том, что отличительной чертой спекулянта является расчет – твердое понимание собственных действий на бирже; детальная оценка риска в соотношении с потенциальной выгодой; учет экономических и социально-политических факторов курсовой динамики [7, с. 33]. Но в то же время спекулянт – это отдельная и самостоятельная профессия. Если «капиталист», помещающий свои средства, может позволить себе заниматься «биржевыми делами» как своей сторонней деятельностью, у спекулянта, по Васильеву, такой возможности нет. По крайней мере если он рассчитывает на стабильный заработок. Мало того, что большая часть спекулятивных техник предполагает краткосрочную торговлю, обусловленную законодательно определенными периодами ликвидации срочных сделок [7, с. 33], сложившийся набор устоявшихся практик европейской спекуляции требовал от спекулянта ежедневного присутствия на биржевых торгах, так как в любой момент рыночная картина могла поменяться и по тем или иным бумагам спекулянт должен был либо выйти из рынка, покрыв своё обязательство, либо занять противоположную сторону и, например, вместо покупателя стать продавцом [7, с. 73]. Здесь же следует сказать, что если помещающий свои средства капиталист надеялся на стабильный дивиденд или облигационный купон – и решал задачу поиска таких объектов помещения капитала, для которых можно было с уверенностью прогнозировать поступательное развитие на горизонте 5–10 лет, то спекулянт должен был ежедневно позиционировать себя на рынке как «повышатель» или «понижатель» [7, с. 73]. Это не означало, что спекулянт по определению совершал сделки ежедневно, но к такому решению он должен был быть готов постоянно. И, разумеется, такое позиционирование создавало почву для попыток «неэкономического» влияния на биржевые цены.

В текстах наших источников мы встречаем еще одну группу участников торгов – «публику». Эта категория крайне размыта – что А. А. Васильев, что И.П. Манус пользуются этим термином для обобщенной характеристики всех, кого постигла неудача на бирже по их собственной вине. Причем хрестоматийно «публика» оказывается (в противовес спекулянту) жертвой своих эмоций и своего невежества в биржевых делах. «Публика» – это обобщенный образ, который, безусловно, имел под собой реальные основания – финансовые кризисы всегда оставляют за собой толпы разоренных (или просто проигравшихся) людей, которые нередко оказываются жертвами банкиров или недобросовестных маклеров. В биржевой литературе начала XX в. «публика» всегда выступает антипримером биржевого поведения. Развивая свою базовую идею о спекулянте как профессионале, способном твердо оценивать риск и не поддаваться эмоциям в момент реализации неблагоприятного сценария, А.А. Васильев красочно описывает, какое поведение будет в корне неверным, ведущим к значительным убыткам: «Всякий, берущий карты в руки, покупающий акцию, облигацию, вообще бумагу – рискует; есть риск сознательный, т.е. учитывающий неблагоприятные шансы и есть не риск, а, собственно говоря, смутное сознание опасности и бесшабашное не пренебрежение ею, а не умение оценить, взвесить её. К сожалению, на бирже, т.е. к биржевой спекуляции стремятся многие ничем, кроме жажды обогащения и невежеством не обладающие; их деньги, каковые у них бывают, неизбежно будут служить фондом для другой, сравнительно немногочисленной, категории игроков, умеющих рассчитывать,

знающих не только принципы, но и подробности техники биржевых операций» [\[7\]](#).

Представленные типы участников торгов не являются единственно возможными. Безусловно, значительную роль в биржевых процессах играли представители коммерческих банков и банкирских контор; управляющие акционерными предприятиями, помещающие запасной капитал предприятий в ценные бумаги; закладывающие ценные бумаги как залог случайные дебиторы. Также будет неправильным воспринимать описания биржевой литературы и публицистики как всеобъемлющие характеристики: вполне возможно представить успешного представителя «публики», верно угадавшего момент для крупной ставки, сделанной на эмоциях. Однако, как на сегодняшний день свидетельствует историография, представленная типизация является в целом универсальной для всех стран со сложившимися институтами фондового рынка, соответствующими уровню европейской финансовой практики начала XX в. – таковы основные группы участников торгов, решения которых ежедневно определяли курсовую динамику ценных бумаг.

Поиск и характеристика «бенчмарка» на фондовом рынке Российской империи

Ключевой градацией биржевых активов в современной финансовой теории является ранжирование бумаг по рискам, которые несет держатель. Как правило, чем выше риск, тем выше процент ожидаемой доходности. Особую роль в этом контексте приобретает актив, по которому риск минимален – он становится мерой, по которой совокупный спрос начинает диктовать эмитентам свои требования по уровню доходности. Принимая решение о приобретении бумаги, покупатель сравнивает её ожидаемую доходность с этим «бенчмарком» – и выносит для себя вердикт, удовлетворяет ли его то, насколько доходность данного актива превосходит доходность «бенчмарка» при сопутствующих рисках. Как в целом утверждает автор одного из наших источников, уже к началу XX века сложилось прочное убеждение о том, что таким активом с минимальным риском являются бумаги государственных займов. Рассуждая о типах помещения капитала, А. А. Васильев приводит устойчивое французское выражение «помещение отца семейства» – предполагающее создание такого инвестиционного портфеля, при котором во главу финансового планирования ставится не доходность, а сохранность средств; уверенность в том, что кредитные обязательства будут выполнены. В этом отношении будет полезно вспомнить, что сам по себе «commitment» является краеугольным юридическим понятием финансовой истории Европы с XVII века. К началу XX века архитектура европейских финансовых систем пришла к такому состоянию, при котором одной из главных задач поддержания финансовой стабильности и долгосрочного процветания становилось обеспечение обязательств по выплате внешнего государственного долга: эта установка в полной мере релевантна и для финансовой системы Российской империи. В этом контексте совершенно неудивительно, что главным активом для «помещения отца семейства» становятся государственные фонды. Процент, уплачиваемый по обязательствам государственной ренты, становится «бенчмарком» – активом с минимальным риском. При этом нельзя забывать, что даже такие активы подвержены рыночным колебаниям. А. А. Васильев пишет, что чем большим доверием пользуется выпускаемая бумага, тем выше её курс, т. е. тем меньше разница между номинальной ценой и действительной, эмиссионной. Если новый заем о размещается трудно, т. е. кредитные резервы государства истощены, то, во-первых, тем тяжелее будут его условия, т. е. тем выше будет уплачиваемый процент и тем ниже будет эмиссионный курс [\[7, с. 151-153\]](#).

В одном из текстов И.П. Мануса отмечается, что профессионал биржевого дела

постоянно должен отслеживать движения котировок государственных бумаг (разницу от цены *al pari*, об этом – в следующем разделе), чтобы определить текущее состояние денежного рынка [8, с. 144]. Если падают государственные ценности, будет падать весь рынок. Возвращение интереса к государственным ценностям – первый признак восстановления после кризиса.

Еще одно доказательство закономерности рассмотрения государственных бумаг в качестве бенчмарка для деловой среды начала XX в. мы находим в тексте доклада А. Фролова в Совете Съездов Представителей Промышленности и Торговли на тему: «К вопросу об условиях привлечения капитала к железнодорожному строительству». Размышляя о необходимых условиях привлечения капитала, А. Фролов формулирует несколько базовых положений своего доклада, одно из которых звучит так: «1) Железнодорожное предприятие должно обещать капиталу прибыль по крайней мере не ниже той, которую приносят без всякого для капитала риска государственные фонды». [10, с. 413]

Еще одним характерным признаком бенчмарка является практически абсолютная ликвидность актива. В комплекте «Прошений о допуске ценных бумаг к котировке» за 1905 г. содержится приложенный к заявке устав Саратовского общества взаимного кредита. Раздел, посвященный запасному капиталу, начинается с пункта: «запасному капиталу может быть дано лишь такое помещение, которое обеспечивало бы возможность беспрепятственной его реализации» [11, л. 114]. То есть запасной капитал должен храниться в максимально ликвидных активах. Далее находим следующее утверждение: «Запасный капитал Общества, назначаемый для покрытия могущих быть по операциям его убытков <...> хранится в государственных и Правительством гарантированных процентных бумагах» [11, л. 115]. Таким образом, государственные фонды однозначно рассматривались в финансовой практике как наиболее стабильный и ликвидный актив.

Теперь, когда мы охарактеризовали принятый в финансовой практике начала XX века бенчмарк, от которого начинается расчет риска для других фондовых ценностей, мы можем перейти к общей характеристику значений доходности ценных бумаг в восприятии заинтересованной общественности.

Методы оценки инвестиционной привлекательности ценной бумаги

В данном разделе нашей работы мы постараемся систематизировать методы оценки справедливой стоимости актива, поиск отклонений от которой составляет одну из главных задач капиталиста, ищущего выгодное помещение для своих средств. Здесь следует обозначить одну из фундаментальных проблем теории финансов, актуальную, по-видимому, для всей финансовой истории вплоть до наших дней: рыночная реальность всегда существенно отклоняется от самых придиличных и фундированных расчетов. Сам А. А. Васильев, описывая детали фондовой операции «стеллажа», замечает: «разность курсов при стеллаже должна быть такая же, как и разность при покупке двойной премии, причем теоретическая разность премий тем больше, чем премия меньше и срок дальше; как всегда, закон спроса и предложения несколько отклоняет реальную разность от теоретической» [7, с. 56]. Схожий пассаж мы находим при описании тонкостей расчета параметров операции вексельного размена. Этот расчет основывается не только на чисто арифметических действиях, но и учитывает соображения расстояния, времени отдачи приказа, возможности его исполнить; текущее положение денежного рынка, который выбран местом операции и «еще много других элементов, неподдающихся

цифровому учету» [7, с. 69]. Васильев даже предупреждает читателя, что вексельный размен является наиболее сложной операцией на финансовых рынках, требующей громадного опыта и выработанного с годами «профессионального чутья» [7, с. 69]. Подобные замечания позволяют утверждать, что по крайней мере на уровне устоявшихся практик профессиональный финансист начала XX века учитывал факторы, выходящие за пределы сугубо теоретического расчета, как его трактует «гипотеза об эффективном рынке», – и оперировал такими понятиями, как «психологический закон», «неподдающиеся цифровому учету элементы анализа», «отклонение рыночной реальности от теоретической». Всё это актуализирует тематику «поведенческих финансов» в качестве методологической основы для исследований в области истории финансов.

Основными движущими силами на финансовых рынках А. А. Васильев считает закон спроса и предложения и закон сил [7, с. 14]. Если с первым всё укладывается в классическую трактовку, то «закон сил» нужно несколько пояснить. Под этим законом А. А. Васильев понимает занимаемую долю рынка. Если мы обратимся к другому источнику, к И.П. Манусу, то в целом увидим ту же аналитическую традицию. В статье «Стачки углекопов в Америке и экспорт угля из России в Европу» Манус приводит аргументы в пользу того, что русская промышленность должна воспользоваться стачкой углекопов в Америке для переориентирования европейского спроса на южные металлургические заводы: «Если мы сумеем во-время оказать услугу всем нуждающимся в угле потребителям в вышесказанных портах, и, принимая во внимание недорогие цены у нас на уголь, близость от нашего юга морских портов и качество нашего южного угля, можно быть уверенным, что клиента эта не ушла бы от нас даже и после прекращения стачек, ибо в торговых делах много играет роль привычка» [7, с. 14]. Описанный процесс должен постепенно привести к повышению стоимости соответствующих ценных бумаг предприятий горной промышленности.

Для организации дальнейшего повествования возьмем эти две линии рассуждения и рассмотрим их подробнее. Говоря о законе спроса и предложения, одним из самых важных показателей в практике работы с процентными бумагами А. А. Васильев считает состояние денежного рынка – соотношение спроса и предложения на капитал. Автор выводит общее правило, согласно которому %, приносимый бумагами, находится в прямой зависимости от общего уровня прибыли и нормируется прежде всего дисконтным процентом. Так, при наличии высокого дисконтного процента капиталисты начнут употреблять свои деньги на дисконт, то есть будут продавать принадлежащие им бумаги. Это приведет к падению курса ценности и, одновременно, к повышению её доходности (за счет отклонения от цены номинала) – и в определенный момент разница от цены a_1 станет настолько привлекательна, что среди капиталистов снова появится запрос на помещение капиталов в процентные бумаги [7, с. 28]. Легко заметить, насколько данное правило согласуется с современными представлениями о циклах учетного процента – механизмы управления ликвидностью денежного рынка были детально известны в начале XX века. В качестве практических советов А. А. Васильев отмечает, что процентные бумаги с курсом, стоящим сильно выше номинального, являются плохим помещением, так как скорее всего данная бумага является «перекупленной» – в таком случае стоит ожидать коррекционного снижения курса в ближайшее время в период «охлаждения» совокупного спроса. В этом же разделе приводится другой прием аналитический прием – оценка согласованности движения процента долговой бумаги с государственными фондами: «Конечно, на бирже есть много чисто спекулятивных ценностей, движение курсов которых не только не следует за движением основных

государственных бумаг, но и стоит в явном с ними противоречии; однако сама такая независимость их курса может для человека опытного служить стимулом к тому, чтобы расстаться с такой бумагой при первом удобном случае» [\[7, с. 28\]](#). Завершая раздел о влиянии трендов денежного рынка на динамику котировок долговых бумаг, А. Васильев пишет, что всякий приходящий на биржу должен помнить, что чем солиднее бумага, тем меньше её доходность. В дополнение приведем уже процитированную статью И.П. Мануса «Промышленное и финансовое обозрение за 1902 г.», автор которой последовательно доказывает, что в 1902 г. наметилась тенденция постепенного оживления финансовой жизни империи после кризиса рубежа веков: растущие котировки (сокращение отрицательного разрыва от цены *al pari*) государственных долговых бумаг привлекают капиталистов к поиску более рискованных и доходных помещений – к таковым относятся акции удержавшихся предприятий и коммерческие облигации [\[8, с. 143\]](#).

Второй фундаментальный аспект, который мы выводим из содержания сочинений биржевых практиков, – доля рынка, «закон силы» [\[7, с. 14\]](#). В целом не представляется удивительным, что объем рынков, доступных для предприятия, в значительной степени определяет обоснованность ожиданий инвесторов относительно будущих финансовых потоков. В тексте А. А. Васильева эта базовая идея переплетается с общими рассуждениями о прогрессе: экономическая жизнь теснейшим образом связана с внедрением достижений науки и техники, – и успешность предприятия на пути обновления своей материальной базы в соответствие с трендами и открытиями эпохи определяет его способность конкурировать за рынки сбыта [\[7, с. 72\]](#). Однако при этом автор предупреждает, что это соображение является общим; оно очерчивает контуры экономической жизни, помогая капиталисту ориентироваться во всем многообразии существующих предприятий: «Разумеется, что такое общее соображение отнюдь не предрешает вопроса о специальном помещении капитала в фонды того или иного предприятия. Но именно как общее соображение оно необходимо, так как дает возможность ориентироваться среди беспрерывно возникающих предприятий. Как опять-таки общее правило новая отрасль промышленности притягивает к себе капиталы, вокруг неё группируются наиболее живые интересы, капиталисты и финансисты посвящают ей самое усиленное внимание» [\[7, с. 73\]](#). Автор неслучайно акцентирует внимание на «общности» этого соображения. Популярность какой-либо отрасли промышленного производства неизбежно влечет усиленный биржевой ажиотаж, отклоняющий котировки от «эффективных» оценок способности того или иного предприятия приносить прибыль, соответствующую текущей рыночной оценке его ценных бумаг [\[7, с. 73\]](#). Финансовая практика начала XX века в полной мере осознавала, что красивые описания будущего изобилия должны подтверждаться конкретными результатами, отраженными в отчетах предприятия. Кратко охарактеризуем ключевые идеи, связанные с анализом финансовой отчетности.

А. А. Васильев прямо пишет, что одних знаний состояния денежного рынка и динамики котировок за последние месяцы будет недостаточно для принятия осмысленного решения о помещении капитала [\[7, с. 32\]](#). К этим данным надо прибавить знание баланса общества, его прибылей и убытков; знание о состоянии активов и пассивов за возможно более продолжительный ряд лет; необходимо проследить ключевые решения членов правления и проанализировать отчеты ежегодных собраний и «только после этой предварительной работы решиться на помещение своих денег в бумаги общества» [\[7, с. 32\]](#). Московский биржевой комитет, рассматривая прошения акционерных обществ и

товариществ и о допущении к котировке на Московской бирже их ценных бумаг, требовал предоставить детализированный отчет предприятия за 4 года [11, л. 80]. Для характеристики основных позиций отчета обратимся к уставу «Товарищества коньячного и водочного заводов и складов русских виноградных вин Николая Леонтьевича Шустова с сыновьями», приложенному к одной из заявок. Заметим, что ответным письмом от отдела торговли и промышленности Министерства финансов заявка «Товарищества Шустова с сыновьями» по результатам доклада Биржевого комитета была принята и пай общества были допущены к котировке [11, л. 339].

§40. Отчет должен содержать в подробности следующие главные статьи: а) состояние капитала основного, с показанием в пассиве в отдельности капитала, внесенного наличными деньгами и выданного паями за переданное Товарищству имущество, а также капиталов запасного, на погашение стоимости имущества и пенсионного, причем капиталы, заключающиеся в процентных бумагах, должны быть показываемы не свыше той цены, по которой бумаги эти приобретены, если же биржевая цена в день составления баланса ниже покупной стоимости, то стоимость бумаг показывается по биржевому курсу, состоявшему в день заключения счетов; б) общий приход и расход за то время, за которое отчет представляется, как по покупке материалов и проч., так и по продаже изделий; в) счет издержек на жалование служащим в Товариществе и на прочие расходы по управлению; г) счет наличного имущества Товарищества и принадлежащих ему запасов; д) счет долгов Товарищества на других лицах и сих последних на самом Товариществе; е) счет доходов и убытков, и ж) счет чистой прибыли и примерное распределение оной. [11, л. 298]

Безусловно, выгодное предприятие должно было последовательно демонстрировать способность генерировать прибыль. Так в упоминавшемся докладе А. А. Бубликова о вопросах привлечения частного капитала к делу железнодорожного строительства была приведена распространенная в финансовой среде острота: «в России нет бездоходных дорог; все они доходны... пока не построены» [10, л. 147]. Данный комментарий относится к пространному рассуждению о том, почему с точки зрения оценки будущего грузопотока и стоимости постройки железнодорожного полотна многие подающих на концессию проекты железных дорог оказываются страшно переоценены. Всё это автор увязывает со своим главным тезисом о том, что политика правительственный гарантий на капитал нарушает «естественную» природу капиталистического предприятия, предполагающую реализацию хозяйственного и предпринимательского таланта с учетом принятых рисков [10, л. 147].

В завершение данного параграфа отметим, что в биржевой литературе начала XX также можно найти приёмы организации инвестиционного портфеля. А.А. Васильев пишет, что опытный капиталист стремится помещать свои сбережения в разные активы, распределяя риски и стараясь при этом максимизировать возможную доходность: «Правда в таком выборе уже есть элемент риска, помещение капитала в них (- в бумаги акционерных обществ – И.Г.) не есть *placement de pere de famille* в строгом смысле этого понятия, но при разделении капитала на разные части, из которых одна употребляется на приобретение государственных фондов, другая на фонды, представляющие все элементы разумной гарантии (- как далее следует по тексту, речь идет не только о правительственной гарантии, но и об «общей» экономической гарантии успехов предприятия, например, ввиду его технических оснащенности – И.Г.) – нет оснований отсоветовать приобретение таких бумаг» [7, с. 32].

Таким образом, мы охарактеризовали общий аналитический инструментарий биржевого практика начала XX в. Безусловно, каждое из этих направлений открывает большой простор для узконаправленных исследований. Нам же было важно понять, с какими направлениями анализа сочетаются представления о профессиональном чутье участников биржевых торгов. Ведь как указывал А. А. Васильев [7, с. 69], писал в своем докладе А. А. Фролов, характеризуя всякие попытки доподлинно установить будущую доходность железной дороги как «игру с неопределенностью» [10, л. 415], – в биржевой практике всегда существует элемент «общей» оценки риска и перспектив. Профессионалы рынка нередко апеллируют к собственной способности обобщать данные и за таким обобщением далеко не всегда стоит строгий формализованный анализ. Умение успешно справляться с рыночной неопределенностью как раз и составляет «профессиональное» содержание работы участника биржевых торгов. Наличие в текстах наших источников уточнений, вводящих в повествование о фондовых операциях представление о неопределенности, которую невозможно преодолеть методами формального анализа – вводит наш предмет исследования в область поведенческих финансов.

Поведенческие отклонения от «эффективного рынка»

Одним из главных следствий академического поворота теории финансов к «поведенческой экономике» стал учет разнообразных психологических явлений в описании процессов биржевой торговли. Сегодня уже накоплена богатая литература как об индивидуальном поведении человека на бирже, так и о массовой психологии участников торгов. Кроме того, в раздел «поведенческого» сегодня включают все элементы «неэффективного» рынка: инсайдерскую торговлю, манипулирование рынками, асимметрию информации, подкуп печати и т. д. Хотя следует уточнить, что к поведенческому в данном случае относится учет всех этих факторов профессионалами биржевого дела. Внимание исследователей биржевых практик по-прежнему сосредоточено на вопросах восприятия и анализа. Частично мы уже затрагивали схожие проблемы в нашем исследовании. Так, у А. А. Васильева мы встретили формулировку психологического закона, отражающего склонность новых на бирже людей покупать растущие ценности [7, с. 35]; в подобном ключе высказывался докладчик в Совете Съездов Представителей Промышленности и Торговли, указавший на существование разных психологических типажей капиталистов, отличающихся по аппетиту к риску [10, л. 24].

Другой интересный пример мы находим в обсуждении «Закона об облигациях», документация по которому хранится в архивном фонде Московского биржевого комитета [12, л. 25]. Этот комплект документов позволяет нам проследить особенности финансовой практики начала XX века в отношении долговых бумаг, так как фонд содержит не только сам проект закона от Министерства финансов, но и подробные комментарии комиссии биржевого комитета. Мы предполагаем, что разбор подобной дискуссии является продуктивным способом узнать об особенностях биржевой практики, которую выявляет диалог между профессионалами рынка и представителями регулирующего органа. Так, комиссия комитета предупреждает о том, что проект закона устанавливает слишком короткий трехмесячный срок несозыва собрания облигационеров, по истечению которого можно обращаться в окружной суд. В отзыве комиссии значится, что это может вызвать преждевременную тревогу на денежном рынке по отношению к предприятию, из-за чего курсовая стоимость долговой бумаги на фондовом рынке может упасть [12, л. 10]. Еще одно важное для нас замечание касается требования к членам правления предоставлять любую информацию, какую затребуют уполномоченные представители от

собрания облигационеров. Комиссия высказывает сомнения, что текущая формулировка не повлечет за собой использование этой информации «для личных видов» [12, л. 25], что может потенциально навредить предприятию.

Немалая часть содержания книги И.П. Мануса «Политические, экономические и финансовые вопросы последнего времени» посвящена раскрытию различных финансовых преступлений, либо напрямую эксплуатирующих «доверчивость публики», либо осуществлённых посредством различных махинаций с участием членов правления. Безусловно, данная работа не пытается полностью и безапелляционно согласиться с Манусом, что такие махинации с участием указанных лиц действительно были осуществлены именно так, как это описывает. Автор мог преследовать свои интересы, ведь рассматриваемые статьи печатались в крупных периодических изданиях. Однако нам важна сама постановка сюжетов махинаций, так как она в целом согласуется с информацией из других наших источников, что позволяет нам предположить распространённость представления об использовании подобных схем в профессиональной биржевой среде.

Крайне интересен анализ деятельности банковского синдиката Витте, данный Манусом в статье «Вред от грюндерства, способ воздействия и выдача ссуды под город "Помпею"» [8, с. 40–43]. Данный синдикат, состоящий из 15 крупных банков, был создан для поддержания курсов крупнейших промышленных компаний Российской империи во время биржевого краха 1899 г. Синдикату министерства финансов не удалось предотвратить разрастание биржевого кризиса. И.П. Манус, критикуя деятельность правительства, писал, что фактически Государственный банк предоставил спекулянтам-понижателям необходимую для их махинаций ликвидность: «„Игра на понижение“ возможна лишь тогда, когда является покупатель, да еще такой солидный, как государственный банк, а то с кем же вы будете „играть“ на понижение, когда все продают свои процентные бумаги, а бумаг никто не покупает» [8, с. 41]. Кроме того, как считает И.П. Манус, значительная проблема состояла в том, что руководящие посты в этом синдикате заняли представители финансовых кругов, которые сами участвовали в создании финансового пузыря на отечественном фондовом рынке: «Кто же виноват, что эти 5 миллионов рублей были отданы в полное распоряжение людей, не только принимавших главное участие в создании нашего российского грюндерства, но между участвовавшими в синдикате для покупки бумаг было также лицо, которое, состоя в синдикате, учрежденном министерством финансов, снабжало ежедневно этот синдикат своими собственными бумагами и „игрою на понижение“» [8, с. 41].

Еще один пример искусственного повышения доходности мы находим в докладе инженера Бубликова об организации правительенной гарантии на облигационный и акционерный капитал обществ железных дорог. Автор описывает пагубную практику, при которой акционерный капитал учреждаемых обществ соотносился с облигационным фондом в пропорции 1/20, 1/30 [10, л. 149]. При таком положении основными бенефициарами первых успехов железной дороги становились акционеры-учредители, получающие с облигационерами практически идентичную гарантию на капитал в течение убыточного периода становления предприятия, в то время как доходность последних фиксирована и немногим превосходит проценты государственного займа. В материалах «Биржевых ведомостей» мы находим подтверждение, что данный вопрос был частью широкой общественной дискуссии о перспективах финансово-экономического развития Российской империи. В одной из колонок «Государственная дума» был помещен доклад депутата Некрасова, который начинается с утверждения, что «на каждый рубль

акционерного капитала (железнодорожного – И.Г.) общества расходуется 21 рубль капиталов облигационных» [\[13, с. 2\]](#). Докладчик призывает государство озаботиться обозначенными диспропорциями соотношения риск-прибыль акционеров и облигационеров и найти способ оптимизации предоставления гарантий на капитал.

В комплекте прошений о допущении ценных бумаг к котировке есть несколько крайне информативных документов. Там мы можем найти прошение известной нефтяной компании «А. И. Манташев и К°» о разрешении допустить их акции на Московскую биржу с приложением устава и отчетов за 4 года. В официальном письме от предприятия (июль 1905 года) отдельно указывается, что причиной обращения стало активное частное хождение бумаг компании на внебиржевом московском рынке, что делает бумаги «предметом игры», а поскольку предприятие солидное и известное, то оно опасается излишней волатильности своих ценных бумаг [\[14, л. 18\]](#). В той же коллекции мы обнаружили письмо в Министерство финансов от биржевого комитета с поставленной печатью «СЕКРЕТНО», в котором сообщается, что *«как как сказанное Общество пользуется общей известностью и предприятие его представляется солидным, то не могло бы быть обстоятельств, препятствующих допущению акций Общества к котировке; но при этом Биржевой комитет не может не обратить внимание на то, что помянутая просьба Правления, по отзыву Гоф-маклера, может исходить видимо из того, что в самое последнее время нефтепромышленные бумаги на С.-Петербургской бирже поднимаются значительно в цене и потому приобретение прав на котировку в Москве может иметь целью большее муссирование названной бумаги, со вовлечением здешних спекулянтов в новую игру»* [\[14, л. 67\]](#). В этом письме мы находим однозначное подтверждение учета спекуляции как фактора биржевой жизни на самом высшем уровне организации фондовых торгов.

В тексте данного параграфа не раз упоминаются группы понижателей и повышателей. И хотя предметом нашего основного интереса является долгосрочное помещение капитала, мы учтываем, что направленная спекуляция могла оказывать значительное влияние на динамику котировок биржевых ценностей. Здесь важно повторно уточнить, что в случае с процентными бумагами, такими как государственные или муниципальные облигации, постоянное колебание биржевого курса по отношению к номиналу ценной бумаги требует учета контекста срочных сделок. Примечательно, что в разделе «Спекуляция и различные виды биржевых сделок» книги А. А. Васильева практически все многочисленные вариации комбинаций краткосрочной покупки-продажи ценных бумаг разбираются на примере государственной 4% ренты [\[7, с. 49\]](#). Как отмечает автор, сама природа сделок на срок, по которым человек берет на себя обязательство уплатить курсовую разницу между ценой бумаги сегодня и ценой этой же бумаги в день ликвидации сделки (по закону от 10 ноября 1907 г. на Санкт-Петербургской бирже устанавливалось два срока ликвидации срочных сделок – к середине месяца и к концу) – ставит его в положение заинтересованного лица. Как только сделка на срок была оформлена, вплоть до дня ликвидации спекулянт становится либо «повышателем», либо «понижателем» – и дело не только не в том, что у него появляется соблазн использования внебиржевых рычагов влияния на курс; уже на уровне видения рынка у него появлялись четкие предпочтения касательно курсовой динамики.

В тексте А. А. Васильева мы находим еще одно интересное поведенческое замечание, которое автор возводит в ранг известной закономерности финансовых рынков: падение курсов акций, как правило, осуществляется быстрее и длится меньший срок, нежели повышательное движение [\[7, с. 73\]](#). В современной академической и прикладной

литературе по теории управления инвестиционным портфелем эта закономерность также была подробно описана. А. А. Васильев приводит следующее объяснение: «На бирже всегда есть компания лиц, заинтересованных в повышении, как есть компания, направляющая свою деятельность на понижение. Такие компании состоят из крупных банков, вступивших в соглашение, и капиталистов, ведущих за собой рынок. Надо заметить, что повышательная тактика, почти всегда, развивается медленно, тогда как понижательная, наоборот, развивается быстро. Такой обратный характер повышательного и понижательного движений находит свое объяснение в самом существе дела: все солидные ценности имеют тенденцию к повышению, так как чем более предприятие оправдало надежды, возлагавшиеся на него, тем естественнее рост его фондов. Но оправдание надежд требует времени и реальных доказательств, иногда или неясных, или нарочно затмленных. Наоборот, достаточно совершено случайных обстоятельств дабы вызвать стремительное понижение ценности и очень солидного предприятия: прорыв воды в шахте, катастрофа в подземной железной дороге, большой пожар, крупная стачка – вот моменты, которыми пользуется спекуляция для моментального понижения, т. е. оправдания заключенных ею сделок» [\[7, с. 73\]](#).

Представленный отрывок будет хорошим заключением для нашей статьи. А. А. Васильев демонстрирует, как в финансовой практике рассматриваемого нами периода соединяются рациональная оценка финансовых результатов и перспектив предприятия с учетом «неэффективных», спекулятивных факторов давления на цены со стороны заинтересованных групп.

Библиография

1. Бородкин Л. И., Коновалова А. В. Российский фондовый рынок в начале XX века: факторы курсовой динамики / Л. И. Бородкин, А. В. Коновалова. – Санкт-Петербург: Алетейя, Историческая книга, 2010. – 295 с. EDN: RZYSJV.
2. Коновалова А. В. Санкт-Петербургская фондовая биржа в 1900–1914 гг.: влияние экономических и политических факторов на курсы промышленных акций: дис. канд. ист. наук: спец. 07.00.02. – Москва, 2006. – 239 с. EDN: NNUUGH.
3. Лизунов П. В. Банкирские заведения Петербурга и биржевая спекуляция (середина XIX – начало XX в.) // История предпринимательства в России: XIX – начало XX века. Вып. 2. – 2006. – С. 313-346.
4. Лизунов П. В. Российское общество и фондовая биржа во второй половине XIX – начале XX в. – М.: "Российская политическая энциклопедия" (РОССПЭН), 2005. – С. 257–288.
5. Лизунов П. В. Биржи в России и экономическая политика правительства, XVIII – начало XX вв.: дис. доктора исторических наук: спец. 07.00.02. – Архангельск, 2002. – 473 с. EDN: VNPZEV.
6. Лизунов П. В. Фондовая биржа и коммерческие банки в годы Первой мировой войны // Вестник Санкт-Петербургского университета. История. 2023. Т. 68, № 1. С. 93-108. DOI: 10.21638/spbu02.2023.106. EDN: UULPZO.
7. Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. – СПб.: 1912. – 168 с.
8. Манус И. П. Политические, экономические и финансовые вопросы последнего времени. – СПб., 1905. – 211 с.
9. Лизунов П. В. "Великий Манус": Взлет и падение петербургского биржевого короля // Английская набережная, 4: Ежегодник С.-Петербургского общества историков и архивистов. 2006. – СПб.: "Лики России", 2007. – С. 289-329.
10. ЦГАМ. Ф. 143. Оп. 1. Д. 288.
11. ЦГАМ. Ф. 143. Оп. 1. Д. 196.

12. ЦГАМ. Ф. 143. Оп. 1. Д. 205.
13. Биржевые ведомости. 1913. № 13468 (27 марта (9 апреля)).
14. ЦГАМ. Ф. 143. Оп. 1. Д. 237.

Результаты процедуры рецензирования статьи

В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.

Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).

Рецензируемый текст «Спекуляция ценными бумагами на фондовом рынке Российской империи в начале XX века: поведенческий анализ» представляет собой довольно объемное и перспективное обращение к такому элементу экономики Российской империи как торговля на фондовых рынках. Ценность и актуальность работы заключается как к обращению к весьма специфическим категориям источников, так и возможность проведения параллелей специфик фондового рынка дореволюционной России с развитыми странами того времени, а также с возрожденным в начале 1990-ых гг. фондовым рынком Российской Федерации. Временным отрезком для своего анализа автор выбирает начало XX века т.е. период наивысшего развития как российской капиталистической экономики вообще, так и фондового рынка в частности. В вводной части автором дано весьма убедительное обоснование важности темы исследования, рассмотрены источниковая база, проведен обзор литературы. Относительно содержательной части работы, следует отметить, что хотя автор замечает - «котировки ценных бумаг, фиксируемые в биржевых бюллетенях, представляют собой уникальный исторический источник: они отражают не только макроэкономические тенденции и состояние государственных финансов, но и ожидания, настроения, а подчас и коллективные стратегии участников торгов» - основным источником для его исследования являются не биржевые бюллетени и не документы финансовой отчетности вообще, но руководства по биржевым операциям, своего рода аналитико-тutorиальные тексты начала XX века, написанные непосредственными участниками финансовых процессов того времени. В этом есть определенный резон, так как автор старается сфокусироваться на поведенческом анализе участников рынка т.е. людях (к примеру авторов рассмотренных текстов), которые делятся персональным опытом и пытаются передать этот опыт другим людям. В то же время автор ограничивает себя взглядами и оценками именно автором анализируемых текстов между тем как реальная картина была более сложной, а для ее восстановления требуется принципиальное расширение круга источников и уход в сферу конкретных биржевых операций. Таким образом, можно сказать, что предметом исследования является даже не столько поведенческие модели участников рынка, сколько представления А.Васильева и И. Мануса (в основном) об этих поведенческих моделях. Автор настолько увлекается текстами этих двух авторов, что вместо собственного заключения по итогам исследования помещает большую цитату из того же Васильева (Васильев А. А. Биржевая спекуляция. Теория и практика. – СПб.: 1912). Безусловно, введение в оборот этих текстов имеет ценность, как представляют ценность и взгляды этих авторов, но критический подход к источнику, учет контекста и т.д. не помешали бы данной работе. При этом в целом работа выполнена на должном научно-методическом уровне, она может стать фундаментом для продолжения исследований в данном направлении, тем более что автор сам отмечает, что обращение к теме позволяет рассматривать фондовые рынки «... как сложную систему взаимодействия государства, банков, промышленного капитала и частных игроков, в которой цены ценных бумаг выступают не просто экономическими показателями, но и источником для реконструкции социальных и политических практик». Работа

рекомендуется к публикации.