

**ПИТАННЯ СТАНОВЛЕННЯ ТА РОЗВИТКУ
ФОНДОВОГО РИНКУ УКРАЇНИ У ВІТЧИЗНЯНІЙ
ЕКОНОМІЧНІЙ ЛІТЕРАТУРІ
кінця ХІХ – початку ХХ ст.**

У статті аналізуються праці вітчизняних вчених-економістів кінця ХІХ – початку ХХ ст., в яких висвітлювалися питання становлення та функціонування фондового ринку України. Робиться наголос на основних тенденціях та характеристиках даного процесу.

***Ключові слова:** фондовий ринок, біржова діяльність, економічна думка України.*

Постановка проблеми. Проведення економічних реформ в Україні, орієнтованих на наявність різноманітних форм власності, вимагає ефективної діяльності всіх економічних інституцій. Отже, ринкова трансформація економіки України неможлива без стабільного функціонування такого інституту перерозподілу капіталів, як фондовий ринок. За допомогою фондового ринку учасники фінансово-економічних відносин мають змогу використовувати визначені інструменти як для первинного розміщення, так і для вторинного обігу цінних паперів, що забезпечує мінімальні витрати часу й коштів для учасників даного ринку і стає рушійною силою розвитку економіки країни в цілому.

Нині фондовий ринок в Україні свої економічні функції у повному обсязі не виконує. Така ситуація спричиняється негативним впливом різних соціально-економічних факторів, характерних для даного періоду розвитку ринкових відносин у країні. Головними з них (цих факторів) є такі: економічна та політична нестабільність, недосконалість законодавчої бази, у тому числі податкового законодавства, низький розвиток інфраструктури ринку, недостатня участь широких мас населення в діяльності на фондовому ринку, широке розповсюдження біржової спекуляції тощо.

Актуальність дослідження. При розгляді питань теми необхідно звернути увагу на той факт, що Україна досвід формування

фондового ринку вже мала (кінець XIX – початок XX ст.). Саме в даний період починають активізуватися процеси формування фондових цінностей, створення необхідного інструментарію та законодавчого забезпечення торгівлі ними. Одночасно ці процеси стають об'єктом їх висвітлення в економічній літературі: з'являється значна кількість наукових праць, присвячених різним аспектам функціонування нового фінансово-економічного інституту. Серед них – праці таких науковців і господарників, як М.І.Боголепов, М.А.Бунятян, В.П.Ідельсон, Г.М.Колоножников, П.І.Лященко, В.А.Мукосієв, В.Твердохлебов, А.Фінн-Єнотаєвський, Л.М.Яснопольський та ін. У своїх дослідженнях вони обґрунтовували доцільність діяльності фондового ринку як інституту перерозподілу капіталів, висвітлювали порядок взаємовідносин між його учасниками, що існував на той час, розкривали важливу економічну роль фондового ринку.

Аналіз останніх досліджень. Деякі аспекти функціонування фондового ринку України в розглядуваний період певною мірою висвітлені в працях сучасних істориків-економістів. Істотний вклад у розробку даної проблематики внесли Л.П.Горкіна, В.І.Гринчуцький, В.М.Геєць, Т.І.Дерев'янкін, В.А.Євтушевський, І.В.Лантух, В.В.Небрат, О.П.Соболева, Н.А.Супрун, О.М.Сайкевич, Р.Д.Толстов, В.М.Фещенко та ін. Однак поряд із цим ціла низка питань теми залишається нерозкритою, а тому потребує подальшого вивчення.

Метою даної статті є продовження аналізу вітчизняної економічної літератури кінця XIX – початку XX ст. з питань становлення й функціонування фондового ринку з тим, щоб з'ясувати основні тенденції та характеристики його розвитку.

Основний матеріал. Питання становлення та функціонування фондового ринку в Україні знаходили відображення в економічних публікаціях різного характеру: публіцистичних, наукових, навчальних. Тому в структурному плані наше дослідження побудовано з урахуванням саме цієї обставини.

З'ясування особливостей процесу формування вітчизняного фондового ринку стало насамперед предметом вітчизняної публіцистичної літератури кінця XIX – початку XX ст. Саме в цей час відбувається процес спеціалізації публіцистичних видань, в результаті чого з'являється новий вид періодичної преси, який отримує назву «біржова преса». «Біржова преса» – це коло періодичних видань, в яких основна увага приділялася питанням торгівлі фондовими цінностями та діяльності акціонерних підприємств. Перші періодичні видання даного кола відносяться до 60-х – 70-х років XIX ст. Серед них слід виділити такі, як «Биржевые ведомости», «Акционер» та ін. Особливістю

останніх було те, що, враховуючи недостатній розвиток корпоративних відносин та фондового ринку, їх автори й видавці часто замість безпосередніх питань, пов'язаних з біржовою діяльністю, більше уваги приділяли іншій тематиці, яка цікавила читача.

Кардинальна зміна ситуації починається в період активізації акціонерного засновництва та біржової торгівлі фондовими цінностями (початок ХХ ст.). У цей час спостерігалось істотне підвищення зацікавленості пересічного населення операціями з цінними паперами на фондовому ринку. З урахуванням даної обставини, головна увага біржових видань зосереджувалася на цінних паперах, що знаходилися в центрі спекуляції як на офіційних біржах, так і на неофіційних біржових зібраннях («кулісах»).

У зв'язку з цим заявили про себе й нові відповідні видання: «Киевская биржа», «Киевская торговая газета», «Биржа», «Биржевой артельщик» «Биржевой ежемесечник» та ін.

Сам факт появи такої значної кількості біржових видань певною мірою свідчив про зростання соціально-економічної ролі фондового ринку. Аналіз проблематики цих видань говорить про активний розвиток акціонерної справи, зростання обсягів фондових цінностей на ринку цінних паперів, що перетворило фондовий ринок на епіцентр господарського життя. З іншого боку, публіцистична література ставала основним з чинників активізації інтересу населення до біржової справи зокрема та фондового ринку взагалі.

Проте необхідно визнати, що зазначені видання, крім активізуючого, мали й певний негативний вплив на розвиток фондового ринку, який виявлявся, наприклад, у сприянні спекуляції фондовими цінностями. Така спекуляція породжувала негативне ставлення до операцій з цінними паперами на фондовому ринку, що безпосередньо позначалося на процесі формування цього фінансово-економічного інституту.

Основою процесу спекуляції був прямий зв'язок публіцистичних видань з відповідними діловими колами, які очевидно виступали замовниками тих чи інших публікацій. Більшість засновників біржової преси були вихідцями з ділків-спекулянтів, які професійно діяли на ринку цінних паперів. Маклерські контори, інтереси яких концентрувалися на операціях з акціями дрібних власників, використовували біржову пресу як засіб впливу на прийняття відповідних інвестиційних рішень своїх клієнтів, за рахунок чого отримували високі прибутки. На проблемі використання біржової преси як засобу впливу на суспільну думку наголошував і відомий економіст того часу А. Бішоф, який зазначав, що: «За посередництвом періодичної преси біржовий

світ одержує можливість спрямовувати суспільну думку, на всі лади вводити публіку в оману, керуючись виключно своїми грошовими інтересами» [2, с. 105].

Треба також відмітити існування сконцентрованості біржових видань навколо банківських структур. Дослідження матеріалів, представлених в даних виданнях, свідчить про наявність певної тенденційності у їх подачі: в одні періоди видання вели активну пропаганду на підтримку певних фінансових структур (найчастіше – банківських установ); в інші – об'єктами підтримки ставали структури, що донедавна представлялися як неконкурентоспроможні. Це свідчило про явну упередженість біржових видань: адже симпатії видавництв стрімко змінювалися у кардинально протилежному напрямку. В результаті починалося рекламування тих, кого ще вчора дискредитували.

Для початку ХХ ст. характерною стала поява нової тенденції: російські біржові видання почали публікувати велику кількість спеціального статистичного матеріалу, який ілюстрував тенденції та динаміку розвитку фондового ринку. Найбільш помітним і ґрунтовним щодо викладення аналітичних матеріалів стало щорічне біржове видання – журнал «Русские биржевые ценности». Крім статистичних даних про присутність цінних паперів на біржах (як вітчизняних, так і на іноземних), цей журнал подавав розлогі аналітичні матеріали, в яких ґрунтовно досліджувалися найбільш важливі процеси становлення вітчизняного фондового ринку. Зокрема, теоретична частина даного видання присвячувалася характеристиці впливу на становлення та розвиток вітчизняного фондового ринку таких факторів, як: зростання державного боргу та його погашення за рахунок внутрішніх і зовнішніх запозичень; активне залізничне будівництво та стимулювання залучення інвестицій у цю галузь за рахунок випуску цінних паперів, гарантованих урядом; розвиток акціонерної справи та міських облігаційних запозичень. Важливою відмінною рисою видання було активне висвітлення проблем біржової спекуляції, яку автори розглядали як чинник активізації процесів капіталізації на фондовому ринку. Зазначалося, що біржова спекуляція є необхідною основою біржової діяльності: «Біржа є не тільки організованим ринком, на якому ми спостерігаємо дію економічних факторів формування цін, а й місцем спеціальної біржової гри. Біржова спекуляція є необхідною основою біржової діяльності. В цій спекуляції беруть участь окремі особи, керуючись своїми вузько-меркантильними інтересами. І все ж таки спекуляція виконує народногосподарську функцію, наприклад, вона призводить до вирівнювання цін, до вирівнювання попиту та пропозиції» [11, с. 10].

Питання становлення та розвитку фондового ринку України привертало увагу також наукових видань. В наукових працях проблема розглядалась як в правовому, так і економічному аспектах, в них подавалась загальна характеристика та основні тенденції функціонування даного фінансово-економічного інституту.

У 1863 р. вийшла монографія відомого економіста А.Дмитрієва «Биржа, биржевые посредники и биржевые операции» [4]. В ній, поряд із загальним оглядом процесу становлення й розвитку вітчизняного фондового ринку, значна увага приділялася теоретичним та практичним аспектам біржової торгівлі.

У праці В.І.Монігетті «Современная биржа» [7] (1896) зверталась увага на тісний зв'язок біржової торгівлі з політичним життям держави. На думку автора, біржа є найкращим суддею урядової політики та швидко реагує на всі політичні події.

Своєрідним явищем щодо цього стала серія праць О.С.Невзорова «Русские биржи» (1896, 1899, 1900) [8; 9; 10]. В них автор поєднав викладення історії розвитку біржової торгівлі з аналізом статутів, правил та звичаїв вітчизняних бірж.

На початку ХХ ст. блок наукових видань з розглядуваної проблематики поповнила монографія Г.М.Колоножнікова «Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ» [6], в якій основна увага приділялася умовам випуску облігацій зазначених товариств. У своєму дослідженні автор обґрунтував доцільність випуску облігацій саме торгово-промислових акціонерних товариств, оскільки цей вид цінних паперів, на відміну від Західної Європи, не знайшов широкого розповсюдження у вітчизняній практиці. Наводячи приклади історичного розвитку облігаційної форми запозичень як на вітчизняному фондовому ринку, так і на ринках Західної Європи, автор наводить глибокий аналіз статистичної інформації, яка не втратила свого наукового значення до нашого часу. Наголошувалося на необхідності більш чіткого регламентування діяльності торгово-промислових підприємств відносно випуску облігацій з тим, щоб запобігти зростанню спекуляції на фондовому ринку з цим видом цінних паперів.

Серед наукових видань слід виділити також монографію Ю.Д.Філіпова «Биржа. Ее история, современная организация и функции» (1912) [13], в якій автор, поряд із висвітленням процесу формування біржового законодавства, звернув увагу на особливості розвитку й організації вітчизняного фондового ринку в загальносвітовому контексті. У зв'язку з цим наголошувалося на специфічній функції, яку виконують вітчизняні біржі, – функції представницького органу

захисту інтересів торгівлі та промисловості перед урядовими організаціями. Щодо цього Ю.Д.Філіпов зазначав, що «...наші біржі, на відміну від закордонних, аж ніяк не є тільки ринками. ... Крім головної їх функції як ринків, що зосереджували торг замінами цінностями, з'являється також і побічна функція представництва інтересів торгівлі та промисловості перед урядом, – функція, яка в усіх культурних державах становить завдання особливих органів: торгово-промислових палат» [13, с. 168]. На думку автора, виникнення вітчизняних бірж пов'язане насамперед з потребою у представництві місцевих торгово-промислових інтересів (а не заради розвитку торгівлі). Саме з виконанням вітчизняними біржами не властивого їм завдання торгово-промислового представництва автор пов'язує проблему зростання спекуляції на фондовому ринку. Основою для такої думки є ситуація, коли адміністративне втручання в діяльність бірж законодавчо поставлене у тісні рамки: «у більшості випадків місцева урядова влада у вигляді керівників губерній і областей та підпорядкованої їм поліції майже зовсім усунена від впливу на життя бірж» [13, с. 170]. В зв'язку з цим, автор наголошує на тому, що в кінці ХІХ – початку ХХ ст. вітчизняні біржі дедалі більше ставали саморегульованими організаціями, що сприяло як розвитку фондового ринку, так і спекуляції на ньому.

Проблема спекуляції на ринку цінних паперів частково висвітлена і у праці М.А.Бунятяна «Экономические кризисы» [3]. У цьому дослідженні біржова спекуляція розглядається як один із чинників виникнення економічних кризових ситуацій (як на рівні окремих підприємств, так і на державному рівні): «Біржова криза настає часто на рік і більше, а звичайно на кілька місяців раніше, ніж виникає заміщення в інших галузях. Вона є передвісником і в той самий час однією з причин наступного загального краху виробничого процесу» [3, с. 58]. На думку автора, є можливість уникнути даних кризових ситуацій шляхом економічного виховання широких мас населення, які беруть участь у біржовій діяльності, та за рахунок законодавчого регулювання біржового обігу, а також акціонерної й засновницької справи. Проте повністю уникнути кризових ситуацій такого характеру не можливо: «...законодавчі обмеження, маючи свої негативні сторони, не можуть до того ж перешкодити виникненню спекулятивних гарячок з наступними кризами, якщо господарське життя періодично створює благодатний ґрунт і надає привід до розвитку цих явищ» [3, с. 59].

До наукової літератури, присвяченої аналізу питань становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку слід також віднести

II том видання «Банківська енциклопедія» під назвою: «Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржа и война» [1]. Треба підкреслити, що дана збірка вийшла у світ завдяки зусиллям колективу київських професорів під керівництвом відомого вченого-економіста Л.Н.Яснопольського. Статті даної енциклопедії присвячені теоретичному осмисленню формування та функціонування фондового ринку, історії розвитку та організації вітчизняної й західної біржової торгівлі, об'єктам біржових угод на фондовому ринку, співпраці банківських структур з фондовими біржами, впливу світової війни на розвиток фондового ринку. Приділялася увага темі спекуляції на фондовому ринку. Зокрема, наголошувалося, що спочатку спекуляція мала місце лише у випадку з виграшними білетами, а згодом – і з дивідендними цінними паперами. Серед основних факторів, які сприяли поширенню спекуляції в операціях з дивідендними цінними паперами, зазначалися наступні: недосконале законодавство; необізнаність непрофесійних учасників фондового ринку щодо об'єктів і техніки біржової торгівлі; безпосередній зв'язок біржової преси зі спекулятивними біржовими колами.

Відомий науковець В.Твердохлебов у праці «Местные финансы» [12] висвітлює роль муніципальних облігаційних запозичень у процесі становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку. На думку автора, даний вид цінних паперів був дуже перспективним, не дивлячись на те, що муніципальні облігації склали незначний відсоток у вітчизняному біржовому обігу по відношенню, наприклад, до державних чи залізничних облігацій (особливо якщо брати до уваги широке його розповсюдження у загальносвітовій практиці). При цьому наголошується, що і цей малорозповсюджений вид цінних паперів не оминув негативного впливу біржової спекуляції.

У дослідженні А.Фінн-Єнотаєвського «Капитализм в России (1890–1917 гг.)» [14] питанням становлення та розвитку дореволюційного фондового ринку присвячено окремий розділ під назвою «Наша біржа». У цій праці висвітлювався історичний розвиток фондового ринку та наводилися статистичні дані стосовно діяльності даного фінансово-економічного інституту, які включали відомості щодо котирування цінних паперів на вітчизняних та іноземних біржах до початку 1913 р., річні курси цінних паперів на центральній фондовій біржі імперії (С.-Петербурзькій); вміщувалися матеріали щодо руху вкладів в ощадних касах за 1906–1917 рр. Автор характеризував розвиток акціонерної справи як одну із складових процесу становлення фондового ринку. У зв'язку з цим зазначалося: «Виникнення нашої довоєнної

фондової біржі слід віднести до кінця 50-х і початку 60-х років разом із заснуванням акціонерних компаній та розвитком залізничного будівництва» [14, с. 331]. Говорячи про широке розповсюдження на вітчизняному фондовому ринку спекуляції, автор відмічав, що безпосередніми учасниками цього процесу були й банківські структури: «Історія біржі і банків показує, що розвиток спекулятивних банків, розширення операцій банків з цінними паперами ... розширювали і діяльність біржі. Остання ставала центром широкої спекуляції...» [14, с. 330].

Із наукових видань треба також зазначити переклад праці А.Бішофа (за ред. В.Левитського) «Краткий обзор истории и теории банков с приложением учения о биржевых операциях» [2]. В ній разом з історією біржової справи надавалися тлумачення специфічних термінів, які використовувалися у практиці біржової торгівлі. Окремо наголошувалося на негативному впливі, що його справляла біржова спекуляція на соціально-економічний розвиток держави. На думку автора, біржова спекуляція була основною причиною розвитку економічної нерівності, яка відділяла клас багатих від пролетаріату.

Ще одним блоком літератури, присвяченої проблемам становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку, є наукова література, яка широко представлена теоретико-економічними дослідженнями навчального характеру.

Одним із таких теоретико-економічних досліджень є збірка лекцій для студентів С.-Петербурзького політехнічного інституту під назвою «Кредит, банки и биржа» [5] (автор В.П.Идельсон), в якій, поряд із висвітленням історичного розвитку фондового ринку, надавався ґрунтовний теоретичний матеріал. У цій праці історія становлення вітчизняного фондового ринку висвітлювалася в контексті загальносвітового розвитку даного інституту. Для порівняння автор наводив дані з історії розвитку та організації Англійської біржі, Німецької біржі, Французької біржі, Австрійської біржі та біржі Америки. Разом з історичними фактами наводилися відомості з проблематики законодавчого регулювання біржової торгівлі та практичний матеріал, представлений аналізом об'єктів біржової торгівлі, умов допущення цінних паперів до біржового котирування та техніки здійснення біржових угод. При цьому слід звернути увагу на авторське розуміння феномену біржової спекуляції: біржовою спекуляцією автор називав будь-яку біржову торгівлю, яка приносила зиск. Це означає, що, використовуючи таке формулювання, неможливо виділити біржову спекуляцію як певний вид діяльності, пов'язаний з отриманням прибутку на фондовому ринку шляхом різного роду маніпулювань.

Висновки. Проаналізовані літературні джерела дозволяють чітко окреслити проблематику становлення та розвитку фондового ринку України в кінці XIX – на початку XX ст. На основі цього аналізу можна охарактеризувати наступні тенденції процесу формування даного фінансово-економічного інституту.

1. В кінці XIX – на початку XX ст. вітчизняний фондовий ринок був основним інструментом задоволення фінансово-економічних потреб держави. Використовуючи дану інституцію, уряд активно реалізовував політику рефінансування державного боргу через безперервний процес випуску та реалізації державних облігаційних позик як на внутрішньому, так і на зовнішньому ринках. Отже, одним із факторів становлення та розвитку даної інституції була необхідність погашення державного боргу. Про це свідчить той факт, що у котируваннях на вітчизняних фондових біржах основне місце займали саме облігації державної позики.

2. У досліджуваний період вітчизняний фондовий ринок активно використовувався також для реалізації інвестиційних проектів розвитку пріоритетних галузей економіки. Головною з таких галузей було залізничне будівництво. У період промислового піднесення держава потребувала розбудови системи сучасного транспортного сполучення. Для цього були необхідні великі інвестиційні ресурси. Дана проблема була вирішена шляхом реалізації облігаційних позик залізничних товариств, погашення яких гарантувалося урядом. Таким чином, необхідність залучення інвестиційних капіталів у залізничне будівництво також ставало одним з основних чинників формування вітчизняного фондового ринку.

3. Аналіз наявної історіографії свідчить також і про великий вплив на формування вітчизняного фондового ринку розвитку акціонерної справи. Саме акціонерні комерційні банки були одними з найактивніших учасників ринку цінних паперів і, отже, сприяли каталізації формування даного фінансово-економічного інституту.

В статье анализируются труды отечественных ученых-экономистов конца XIX – начала XX вв., в которых освещались вопросы становления и функционирования фондового рынка Украины. Делается акцент на основных тенденциях и характеристиках этого процесса.

Ключевые слова: фондовый рынок, биржевая деятельность, экономическая мысль Украины.

1. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. Биржевые сделки. Биржи и война / Под общ. ред. Л.Н.Яснопольского // Банковская Энциклопедия. – Том 2. – Киев, 1916. – 412 с.
2. *Бишоф А.* Краткий обзор истории и теории банков с приложением учения о биржевых операциях / Под ред. В.Левитского / Пер. с нем. – Ярославль, 1887. – 108 с.
3. *Бунятян М.А.* Экономические кризисы: Опыт морфологии и теории периодических экономических кризисов и теории конъюнктуры. – Москва, 1915. – 303 с.
4. *Дмитриев А.* Биржа, биржевые посредники и биржевые операции. – С.-Петербург, 1863. – 148 с.
5. *Идельсон В.П.* Кредит, банки и биржа: Лекции читан. студ. С.-Петербург. политехн. ин-та в 1909–1910 уч/г. – С.-Петербург, 1910. – 360 с.
6. *Колоножников Г.М.* Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. – Ч. 1: Условия выпуска облигаций. – Томск, 1912. – 340 с.
7. *Монигетти В.И.* Современная биржа. – Москва, 1896. – 98 с.
8. *Невзоров А.С.* Русские биржи. – Вып. 1: Отчет о командировке во внутр. губ. России на летн. мес. 1896 г. – Вып. 2: Свод. устав рус. бирж. – Юрьев, 1897. – 512 с.
9. *Невзоров А.С.* Русские биржи. – Вып. 3: Свод. инструкция о порядке определ. и увольн. и о правах и обязан. бирж. маклеров, гоф-маклеров, нотариусов, корабельн. маклеров, аукционистов, диспашеров и экспертов. – Юрьев, 1899. – 410 с.
10. *Невзоров А.С.* Русские биржи. – Вып. 4: Свод торг. обыч. и правил рус. бирж. – Юрьев, 1900. – 588 с.
11. Русские биржевые ценности 1914–1915 г. / Под ред. М.И.Боголепова и др. – Петроград, 1915. – 373 с.
12. *Твердохлебов В.* Местные финансы. – Одесса: Кн. изд-во А.А.Ивасенко, 1919. – 304 с.
13. *Филипов Ю.Д.* Биржа. Ее история, современная организация и функции. – С.-Петербург, 1912. – 202 с.
14. *Финн-Енотаевский А.* Капитализм в России (1890–1917 гг.). – Том I. – Москва, 1925. – 400 с.

Одержано 16.12.2008.