

**О.В. Корніяка**

**УРЯДОВІ ЗАПОЗИЧЕННЯ ЯК УМОВА  
СТАНОВЛЕННЯ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ  
в кінці XIX – на початку XX ст.**

*У статті досліджуються передумови становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку в кінці XIX – на початку XX ст. Аналізуються основні тенденції та характеристики даного процесу.*

*Ключові слова:* фондовий ринок, державний борг, державні облигації.

**А.В. Корніяка**

**ГОСУДАРСТВЕННЫЕ ЗАИМСТВОВАНИЯ КАК УСЛОВИЕ  
СТАНОВЛЕНИЯ ОТЕЧЕСТВЕННОГО ФОНДОВОГО РЫНКА  
в конце XIX – начале XX вв.**

*В статье исследуются условия становления и развития отечественного фондового рынка в конце XIX – начале XX вв. Анализируются основные тенденции и характеристики этого процесса.*

*Ключевые слова:* фондовый рынок, государственный долг, государственные облигации.

**O.V. Korniyaka**

**STATE BORROWING AS CONDITION OF THE  
FORMATION DOMESTIC STOCK MARKET  
end XIX – begin XX century**

*In this article researched the condition of the formation and developments domestic stock market in the end XIX – beginning XX century. Analyzed the main trends and features of this process.*

*Keywords:* stock market, state debt, state bonds.

**Постановка проблеми.** На сучасному етапі становлення та розвитку ринкових відносин в Україні суттєвою проблемою залишається ефективне функціонування вітчизняного фондового ринку. Важливість вирішення цієї проблеми актуалізується тим, що трансформаційні процеси потребують великих капіталовкладень як у фінансовий, так і в реальний сектори економіки. Враховуючи той факт, що на даний момент держава не має у своєму розпорядженні необхідної кіль-

---

© О.В. Корніяка, 2009

кості вільних фінансових ресурсів для забезпечення економічного розвитку, саме фондовий ринок може стати дієвим механізмом залучення фінансового капіталу як вітчизняних, так і іноземних інвесторів.

При розробці та впровадженні необхідних заходів щодо стимулювання діяльності фондового ринку набувають актуальності дослідження та використання вже існуючого історичного досвіду становлення та розвитку даної інституції наприкінці ХІХ – на початку ХХ ст. і, зокрема, зосередження уваги на основних передумовах цього процесу. Саме в даний період активізуються процеси формування фондових цінностей. Одночасно вітчизняний фондовий ринок стає ефективним джерелом задоволення зростаючих потреб у фінансових ресурсах як держави, так і приватного сектора.

В зазначений період часу у вітчизняній економічній літературі з'являється велика кількість наукових праць, в яких значна увага приділяється різним аспектам функціонування фондового ринку, в тому числі основним передумовам становлення та розвитку даної фінансової інституції. Розробкою цієї проблематики займалися такі науковці та господарники, як М.І. Боголепов, В.А. Бутенко, С.Ю. Вітте, Г.М. Колоножніков, П.І. Лященко, В.А. Мукосієв, В. Твердохлебов, А. Фінн-Єнотаєвський, Л.М. Яснопольський та ін.

**Аналіз останніх досліджень.** Основні передумови становлення та розвитку фондового ринку України в період кінця ХІХ – початку ХХ ст. певною мірою висвітлені в працях сучасних істориків-економістів. Свій істотний вклад у розробку даної проблематики внесли Л.П. Горкіна, В.І. Гринчуцький, 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. Разом з тим деякі аспекти даної теми залишаються нерозкритими, що зумовлює необхідність їх подальшого дослідження.

**Мета та завдання.** Метою статті є дослідження основних передумов становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку кінця ХІХ – початку ХХ ст. та виявлення на основі цього аналізу провідних тенденцій і характеристик даного процесу.

**Виклад основного матеріалу.** Друга половина ХІХ ст. ознаменувалася проведенням назрілих реформ як у соціальному, так і економічному житті країни. Протягом 1861–1874 рр. було здійснено селянську, земську, міську, судову, військову, фінансову та ін. реформи, що зумовило значний поштовх розвитку народного господарства. Відомий економіст-господарник В.А. Бутенко, надаючи характеристику позитивного впливу проведення реформ, зокрема селянської, на роз-

виток економіки, зазначав: «Воно надало могутній поштовх всьому народногосподарському життю, замінило примусову працю вільною, створило для російської промисловості більш широкий внутрішній ринок, збільшивши кількість споживачів її виробів, та привело до швидкої перемоги грошового господарства над натуральним» [1, с. 107]. Розширення внутрішнього ринку та збільшення кола споживачів вимагало вдосконалення та розширення шляхів сполучення. Із 1860-х років почалося посилене будівництво залізниць, яке відіграло велику роль у подальшому розвитку капіталістичної промисловості [5, с. 498]. У свою чергу залізничне будівництво зумовило величезний попит на продукцію провідних галузей промисловості України – гірничої та металургійної, а, отже, стимулювання подальшого їх розвитку.

Проведення реформ та, як наслідок, активізація розвитку народного господарства вимагали великих капітальних вкладень як з боку держави, так і приватних інвесторів. Між тим недостатні обсяги інвестиційних капіталів зумовлювали процеси формування фондових цінностей та законодавчого й інституційного забезпечення торгівлі ними. Саме за такої суспільно-економічної ситуації почали створюватися найважливіші засади вітчизняного фондового ринку, який ставав одним з основних механізмів залучення інвестицій.

Серед передумов формування вітчизняного фондового ринку спеціальну увагу необхідно приділити активній практиці здійснення державних позик як на внутрішньому, так і зовнішньому ринках капіталів. Така ситуація обумовлювалася необхідністю погашення постійно зростаючого державного боргу. За оцінкою З.С. Каценеленбаума, «одним із головних позичальників, від якого виходить постійний попит на позичкові капітали, є д е р ж а в а. Держава – повсякчасний боржник на грошовому ринку, що поглинає все нові й нові маси позичкових капіталів» [6, с. 45]. У свою чергу активні дії держави стосовно фінансових запозичень істотно стимулювали розвиток вітчизняного фондового ринку, запроваджуючи один з основних видів вітчизняних фондових цінностей – державні позики.

Для розуміння природи активізації державних позик, необхідно проаналізувати головні моменти їх історії, починаючи з 1860-х років ХІХ ст. Так, відомий економіст-історик П.О. Хромов, досліджуючи економічний розвиток держави, зазначав: «Державний борг безперервно зростав, починаючи з перших років після реформи 1861 р., і сягнув у роки промислового піднесення кінця ХІХ ст. небачених розмірів. Уже в середині 80-х років Росія за величиною державного боргу

посідала третє місце, після Франції та Англії, а за виплатою відсотків за борги – друге» [10, с. 276].

Серед основних чинників зростання державної заборгованості 1860-х – 90-х років необхідно виділити наступні:

– процес ліквідації дореформених кредитних установ відбувався з великим зиском для вкладників та з великим втратами для казни. Зокрема, вкладникам було виплачено більше 831 млн крб., а також здійснено ряд ліквідаційних зовнішніх запозичень на 86,4 млн крб. [8, с. 94]. При цьому реально державою було отримано тільки 66,2 млн крб., а всі інші кошти стали джерелом прибутку для банкірів – посередників та іноземних кредиторів казни. Одночасно для цілей ліквідації було випущено банківських білетів та серій на 523 млн крб. [8, с. 94];

– у 1860–70-х роках на державну казну було покладено інше завдання ліквідаційного характеру – викупну операцію. Селянам, власникам земельних наділів було передано у вигляді різного роду облігацій 664 млн крб. [8, с. 95];

– урядова політика в галузі залізничного будівництва призвела до величезного збільшення державних боргів. Уже у 1860-х – 70-х роках було розміщено залізничних позик на 1200 млн крб. До початку 1890-х років на потреби залізничного будівництва додатково було запозичено більше 600 млн крб.; близько 300 млн боргів приватних залізниць було переведено на державну казну за умови переходу приватних залізниць до державної власності [8, с. 95];

– важливим чинником зростання державної заборгованості був також мілітаризм – витрати на армію, флот та ведення війн (кримської, русько-турецької). На ці цілі було запозичено приблизно 2 млрд крб. [8, с. 95].

Зростання державного боргу продовжувалося також у період 1889–1899 рр. Видатний російський державний діяч С.Ю. Вітте, розглядаючи проблему зростання державної заборгованості, писав, що «протягом одинадцяти років державний борг збільшився на 1037,4 млн крб. (з 5237,7 млн у 1889 році до 6275,1 млн крб. в 1899 році); в той самий час сума платежів відсотків зросла лише на 33 млн крб., а сума строкового погашення зменшилася на 16,4 млн крб.» [2, с. 544].

Одночасно підкреслювалося, що збільшення капітальної суми державного боргу на 1037,4 млн крб. відбулося за рахунок таких чинників: а) витрат на будівництво та придбання в державну власність великої залізничної мережі; б) погашення безвідсоткового боргу на суму більше 600 млн крб.; в) конверсій 6-, 5<sup>1</sup>/<sub>2</sub>-, 5-, 4<sup>1</sup>/<sub>2</sub>-відсоткових

запозичень у 4-відсоткові, причому капітал знову випущених цінних паперів перебільшував капітал конвертованих в середньому на 10% [2, с. 544].

Треба також відмітити, що зростання державного боргу спостерігалось й на початку ХХ ст., хоча й із деякими позитивними тенденціями (уповільнення даного процесу та деяке зниження загальної суми боргу) (табл. 1).

Таблиця 1. Рух державного боргу Російської імперії протягом 1900–1914 рр. \*

Рік (на 1 січня)	Сума боргу, крб.
1900	6 220 134 873
1905	7 081 746 619
1906	7 841 164 510
1907	8 625 560 215
1908	8 725 523 210
1909	8 850 781 679
1910	9 054 618 769
1911	9 014 141 796
1912	8 957 875 209
1913	8 858 053 846
1914	8 811 380 139

\* Джерело: Русские биржевые ценности 1914–15 г. / Под ред. М. И. Боголепова, с участ. В. А. Мукосеева и В. С. Зива. — Петроград, 1915. — С. 21.

Дійсно, постійне зростання державного боргу вимагало від держави активного застосування практики запозичень на внутрішньому та зовнішньому ринках капіталів. У період з кінця ХІХ ст. державні позики стають основним видом цінних паперів, які представлені як на вітчизняному, так і на світових фондових ринках. Такий стан речей обумовлювався й загальнодержавною фінансово-економічною ситуацією. «В Росії за слабкості грошового ринку, напруженого становища державних фінансів і залежності російського державного кредиту від іноземних грошових ринків курси цінних паперів були нестійкими та значно коливалися. Коливання ці підсилювалися тим, що значну частину державних позик було розміщено за кордоном» [3, с. 99]. Це у свою чергу збільшувало попит на державні цінні папери серед вітчизняних та іноземних біржових гравців, що поставило даний вид фондових цінностей на ключові позиції ринку капіталів. Аналізуючи таку ситуацію, І.Ф. Гіндін зазначав, що «нестійкість валютного курсу паперового карбованця означала ще більші коливання курсів цінних паперів у переведенні на іноземну валюту або з іноземної валюти на

карбованець. Усі ці обставини робили облігації державних і залізничних позик спекулятивними активами, предметом не тільки внутрішньої (на петербурзькій біржі), а й міжнародної спекуляції, що перепліталася із грою на курсі паперового грошового карбованця» [3, с. 99–100]. У результаті станом на 1900 р. вартість випущених вітчизняних цінних паперів розподілялася за різними групами таким чином (табл. 2):

Таблиця 2. **Загальний випуск цінних паперів Російської імперії станом на 1900 р. \***

Вид цінних паперів	Загальна сума, млн франків
Державні фонди	641,4
Облігації державних інституцій	73,0
Закладні листи приватних земельних банків	198,0
Залізничні облігації	119,0
Торгово-промислові облігації	22,5
Міські займи	11,5
Залізничні акції	403,0
Всього:	1468,4

\* Джерело: Колоножников Г. М. Облигации торгово-промышленных Акционерных товариществ / Колоножников Г. М. — Томск, 1912. — Ч. 1 : Условия выпуска облигаций. — С. 109.

Із табл. 2 видно, що станом на 1900 р. державні позики різного роду становили більшу частину запозичень, які котирувалися на вітчизняному фондовому ринку. Це відповідним чином позначилося на характері його формування в кінці XIX – на початку XX ст.

Про істотний вплив державних позик на становлення та розвиток вітчизняного фондового ринку та популярність цієї групи цінних паперів на іноземних ринках свідчать також дані табл. 3, в якій представлені загальні суми емісії вітчизняних цінних паперів різних видів.

Таблиця 3. **Загальний розмір емісії різних видів вітчизняних цінних паперів за період 1904–1913 рр. \***

Вид цінних паперів	Роки	
	1904–1908	1909–1913
Державні, міські та іпотечні папери	3511	2877
Акції та облігації залізниць	307	847
Акції банків, акції та облігації торгово-промислових підприємств	561	1834
Всього:	4379	5558
В тому числі розміщено		
В Росії	2862	3840
За кордоном	1517	1718

\* Джерело: Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки / Гиндин И. Ф. ; под ред. С. Г. Струмилина. — Москва : Госфиниздат, 1948. — С. 171.

За наведеними даними, саме група державних, міських та іпотечних цінних паперів посідала провідні позиції у загальнодержавній емісії та складала більше половини вітчизняних фондових цінностей, які котирувалися на вітчизняному та іноземному фондових ринках.

**Висновки.** В результаті проведеного дослідження можна зробити такі висновки.

Однією з основних передумов становлення та розвитку вітчизняного фондового ринку в кінці XIX – на початку XX ст. була необхідність погашення постійно зростаючого державного боргу. В цей період уряд активно використовував фондовий ринок для задоволення державних позик, реалізуючи таким чином політику рефінансування державного боргу. Саме державні облігаційні позики стають основним інструментом фондового ринку, чим стимулюють процес його активного розвитку та інтеграції у світові фондові ринки. Про це свідчать дані емісій різних видів вітчизняних цінних паперів.

На процес формування вітчизняного фондового ринку в досліджуваний період істотний вплив справляла також політика держави щодо залучення інвестицій у пріоритетні галузі виробництва за допомогою надання державних гарантій. Однією з таких галузей було залізничне будівництво. Держава виступала ініціатором процесу випуску залізничних облігаційних позик, гарантованих державою, що робило даний вид цінних паперів дуже популярним серед професійних учасників як вітчизняного, так і світових фондових ринків.

1. *Бутенко В. А.* Краткий очерк истории русской торговли в связи с историей промышленности : Курс коммерческих училищ. — [2-е изд.] / Бутенко В. А. — Москва, 1910. — 120 с.
2. *Витте С. Ю.* Конспект лекций о народном и государственном хозяйстве, читанных е. и. выс. Вел. кн. Михаилу Александровичу в 1900–1902 гг. — 2-е изд. / Витте С. Ю. — С.-Петербург, 1912. — XV, 558 с.
3. *Гиндин И. Ф.* Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861–1892 годы) / Гиндин И. Ф. — М. : Госфиниздат, 1960. — 415 с.
4. *Гиндин И. Ф.* Русские коммерческие банки / Гиндин И. Ф.; под. ред. С. Г. Струмилина. — М. : Госфиниздат, 1948. — 453 с.
5. *Історія Української РСР* / Редколегія: О. К. Касименко (відп. ред.) [та ін.]. — Київ : Вид-во АН УРСР, 1953. — Том 1. — 1953. — 784 с.
6. *Каценеленбаум З. С.* Учение о деньгах и кредите : Курс лекций, читанных в 1916/1919 гг. в Московском университете, Коммерческом институте и Московском Кооперативном институте / Каценеленбаум З. С. — Ярославль : Изд-е Ярослав. с.-х. и Куст.-промысл. Союза коопер., 1922. — Ч. 2 : Кредит и кредитные учреждения. — II, 149 с.

7. *Колоножников Г. М.* Облигации торгово-промышленных Акционерных товариществ / Колоножников Г. М. — Томск, 1912. — Ч. 1 : Условия выпуска облигаций. — XL, 341 с.
8. *Пастернак Л.* История России в XIX веке / Пастернак Л. — С.-Петербург, Б. г. — Том 6. — 327 с.
9. *Русские биржевые ценности 1914–15 г.* / Под ред. М. И. Боголепова, с участ. В. А. Мукосеева и В. С. Зива. — Петроград, 1915. — 373 с. — («Русский биржевой ежегодник»).
10. *Хромов П. А.* Экономическое развитие России в XIX–XX веках. 1800–1917. / Хромов П. А. — М. : Госполитиздат, 1950. — 552 с.

Одержано 5.06.2009.