

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки

Ефективна
ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



№ 7, 2011

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК 330.8:336.76

О. В. Корніяка,

ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України"

ОСОБЛИВОСТІ СТРУКТУРИ ВІТЧИЗНЯНОГО ФОНДОВОГО РИНКУ ДРУГОЇ ПОЛОВИНИ XIX – ПОЧАТКУ XX СТ.

Стаття присвячена висвітленню особливостей структури вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст.

Ключові слова: фондовий ринок, структура фондового ринку, цінні папери, державні облігації, іпотечні облігації, муніципальні облігації, акції.

Article is devoted elucidation of the particularities of the structure domestic stock market second half of XIX – the beginning of XX-th century.

The keywords: stock market, structure stock market, securities, state bonds, mortgage bonds, municipal bonds, shares.

Вступ. На сучасному етапі розвитку ринкових відносин в Україні, актуальним залишається питання забезпечення вітчизняної економіки необхідною кількістю фінансових ресурсів, дефіцит яких негативно позначається на ефективності трансформаційних процесів. Поряд із цим, дискусійним залишається питання застосування механізму фондового ринку для залучення фінансових ресурсів суб'єктами економічних відносин, що стримує розвиток вітчизняної економіки. В той час, коли вітчизняний досвід функціонування фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. свідчить про великий потенціал даного фінансово-економічного інституту щодо залучення та перерозподілу вільних фінансових ресурсів, а тому, існує необхідність ґрунтовного аналізу функціонування вітчизняного фондового ринку в даний період. Саме в другій половині XIX – на початку XX ст. вітчизняний фондовий ринок був одним з основних механізмів задоволення інвестиційних потреб як державного, так і приватного секторів економіки. Зокрема, за допомогою інструментів фондового ринку здійснювалася державна політика залучення інвестиційних ресурсів до пріоритетних галузей економіки (залізничне будівництво), активізації інвестування у корпоративний сектор економіки (конверсії державних позик), фінансування видатків державного та місцевого бюджетів, залучення інвестиційних ресурсів приватними товариствами різних галузей економіки країни тощо. Таким чином, з метою використання вже існуючого досвіду функціонування вітчизняного фондового ринку в сучасних умовах, існує потреба у дослідженні структури даного фінансово-економічного інституту другої половини XIX – початку XX ст.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Питання особливостей функціонування вітчизняного фондового ринку в другій половині XIX – початку XX ст. знаходять відображення у працях сучасних істориків-економістів. Зокрема, різним аспектам даної проблеми приділено увагу в дослідженнях В. Гринчуцького, О. Кудласевич, В. Небрат, О. Сохаської, Н. Супрун, В. Фещенко, С. Чистякової та ін. Але питання особливостей структури вітчизняного фондового ринку, не висвітлюється у повному обсязі, а тому існує необхідність розробки даної теми.

Постановка завдання. Отже, завданням даної статті є дослідження особливостей структури вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст., із характеристикою основних чинників формування даної структури.

Основні результати дослідження. В другій половині XIX – на початку XX ст. одним з основних чинників формування структури вітчизняного фондового ринку була активна політика держави щодо участі у всіх господарських процесах, які відбувалися в економіці країни. Саме завдяки активній політиці держави щодо залучення фінансових ресурсів до пріоритетних галузей економіки країни, та необхідності погашення постійно зростаючого державного боргу, вітчизняний фондовий ринок формувався як ринок боргових цінних паперів, та, в основному, як ринок державного кредиту. На даній особливості розвитку вітчизняного фондового ринку наголошувало і багато науковців того часу. Зокрема, на думку І. Левіна, біржова торгівля цінними паперами у вітчизняній практиці "розвивалася разом із розвитком державного кредиту, по мірі накопичення капіталів в країні та утворення внутрішнього ринку для державних позик" [5, с. 222]. Такої ж думки дотримувався і І. Бак, який, характеризуючи особливості структури фондового ринку, зазначав, що у вітчизняній практиці даний фінансово-економічний інститут був "у значній мірі – ринком державного кредиту" [1, с. 106]. Тобто, лідируючі позиції в структурі вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. займали державні цінні папери, зокрема державні облігаційні позики.

Табл. 1. Типи державних облігаційних позик за відсотковими ставками*

| Типи державних облігаційних позик | Кількість позик на 1 січня 1913 р. | Сума позик на 1 січня 1913 р. (млн. крб.) | У % до загальної суми |
|-----------------------------------|------------------------------------|---|-----------------------|
| 6 % | 2 | 38,4 | 0,4 |
| 5 % | 10 | 1569,6 | 17,7 |
| 4 ¹ / ₂ % | 4 | 775,3 | 8,8 |
| 4% | 45 | 5530,3 | 62,7 |
| 3 ⁸ / ₁₀ % | 1 | 82,4 | 0,9 |
| 3 ¹ / ₂ % | 1 | 141,9 | 1,6 |
| 3% | 9 | 486,9 | 5,5 |
| довічні вклади | - | 66,2 | 0,7 |
| білети державного казначейства | - | 150,5 | 1,7 |
| Всього: | 72 | 8841,7 | 100% |

*Джерела: Русские биржевые ценности 1914 - 1915 г. / Под ред. М. И. Боголепова, с участием В. А. Мукосеева и В. С. Зива. – Петроград: Типография Редакции период. изданий Министерства финансов. - 1915. – с. 22.

Серед різних типів державних облігаційних позик, які котирувалися на фондових ринках, найпоширенішими були 4% позики, серед яких, найбільш розповсюдженою була 4% державна рента, сума залучених ресурсів за допомогою реалізації якої на 1 січня 1913 р. дорівнювала 2.280 млн. крб., що складало приблизно 26% від загальної суми державних позик (8841,7 млн. крб.) (табл. 1.).

Іншим критерієм систематизації державних позик, які здійснювали обіг на вітчизняному та іноземних фондових ринках, був термін їх погашення. Таким чином, серед даного виду цінних паперів можливо виокремити короткострокові, довгострокові та безстрокові позики. Практика застосування державою облігаційних

позик різних термінів погашення, була ефективним механізмом кредитування казни за рахунок можливості, відповідно до змін ринкової кон'юнктури, використовувати найоптимальніші за термінами реалізації інструменти фондового ринку.

Короткострокові позики державного казначейства мали термін погашення від 3 місяців до 1 року, та, в основному, використовувалися у наступних випадках: коли державні доходи не покривали всіх поточних видатків (в короткостроковій перспективі); випуск короткострокової позики використовувався як підґрунтя для здійснення довгострокових позик, чи як можливість відтермінування випусків довгострокових позик.

Але в структурі вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст., основними державними облігаційними позиками були довгострокові та безстрокові позики, за рахунок яких здійснювалася реалізація урядової політики щодо стимулювання розвитку пріоритетних галузей економіки країни, та погашення дефіциту бюджету.

Довгострокові державні облігаційні позики мали кінцеві терміни погашення, які встановлювалися урядом (чи визначалася календарна дата погашення позики, чи визначалася кількість років, на які здійснювалася позика). Але на практиці, погашення даного виду цінних паперів, у більшості випадків, не відбувалося у визначені терміни. Така ситуація стала наслідком активного застосування урядом конверсій, коли відбувалася заміна старих облігацій із певним відсотком на нові, але із нижчим відсотком. Тобто, за рахунок здійснення конверсій довгострокових позик, держава: по-перше, здійснювала пролонгацію використання залучених фінансових ресурсів; по-друге, за рахунок зменшення відсоткових ставок, відбувалося здешевлення позичкових ресурсів; по-третє, конверсії були ефективним механізмом стимулювання державою розвитку вітчизняного народного господарства за рахунок того, що власники облігацій не завжди були згодні із пролонгацією позик на умовах зниження відсоткових ставок, і активно вкладали повернені кошти у цінні папери вітчизняних акціонерних товариств, представлені підприємствами різних галузей економіки країни. На стимулюючій функції конверсій державних облігаційних позик щодо розвитку народного господарства, наголошував і В. Літвінов-Фалінський, який, характеризуючи конверсії як один із урядових засобів стимулювання переливу фінансових ресурсів, розміщених у державні облігації, до вітчизняної промисловості, зазначав, що саме для цілей стимулювання розвитку вітчизняного народного господарства було проведено мільярдну конверсію 5% державних облігацій у 4%, що призвело до пробудження “підприємливості та приливу капіталів до промисловості” [4, с. 118].

Серед довгострокових державних облігаційних позик окрему увагу необхідно приділити так званим виграшним позикам, які в другій половині XIX – на початку XX ст. користувалися особливою популярністю на вітчизняному фондовому ринку. До даного виду позик належали 5% виграшні позики 1864 і 1866 рр., та 5% закладні листи державного дворянського земельного банку, які серед учасників фондового ринку отримали назву “третьої виграшної позики”.

Особлива популярність даного виду цінних паперів була обумовлена тим, що: по-перше, у випадку тиражного погашення даних позик, власнику, окрім номінальної вартості облігації, виплачувалася ще і певна премія, яка постійно збільшувалася до кінцевого терміну погашення позики; по-друге, кожний тираж даних цінних паперів супроводжувався лотереєю, в ході проведення якої розгрізувалися великі суми грошових коштів, тобто кожна облігація була ще і лотерейним білетом. Таким чином, курсові показники даних цінних паперів на вітчизняному фондовому ринку мали тенденцію до постійного зростання, що зумовлювалося наступними чинниками: по-перше, внаслідок постійного тиражного погашення певної кількості даного виду позик, значно підвищувалися шанси отримання виграшу в результаті постійного скорочення загальної кількості даних цінних паперів у обігу; по-друге, активно застосовувалася практика страхування виграшних облігацій від тиражу (тобто вразі виникнення страхового випадку, страховальник отримував від страховика чи біржову вартість облігації, чи новий цінний папір), що також збільшувало інвестиційну привабливість даного виду цінних паперів. В свою чергу, в результаті постійного скорочення кількості виграшних облігацій у обігу та збільшення ризиків для страховиків, постійно підвищувалася і вартість страхування, що автоматично призводило і до зростання вартості даного виду цінних паперів, та їх біржових курсів. Тобто однією з особливостей даного виду державних облігаційних позик, було ціноутворення на вітчизняному фондовому ринку, коли основним чинником зростання вартості виграшних позик була не можливість отримання погашувальної премії чи доходу від їх володіння, а постійне зростання витрат страховальників.

Іншим видом довгострокових облігаційних позик, які були широко представлені на вітчизняному фондовому ринку, були безстрокові позики. Особливістю даного виду державних позик було те, що у випадку їх здійснення, уряд брав на себе зобов'язання тільки щодо виплати відсотків по даним позикам, а обов'язковість їх погашення, не була визначена умовами розміщення даних цінних паперів. Таким чином, довгострокові державні позики гарантували власнику тільки щорічне отримання певного фіксованого відсотку, який називався рентою. Саме від назви фіксованого відсотку, даний вид облігаційних позик отримав назву рентних, а їх власники – рант'є[11]. Але при здійсненні безстрокових позик законодавчо було закріплено також і можливість уряду погашати ці позики, що в основному здійснювалося так званими тиражами. Тобто відбувалося погашення певної кількості позик (тиражу) згідно із серійними номерами облігацій.

У вітчизняній практиці також зустрічалися безстрокові позики, погашення яких відбувалося лише за рахунок придбання на біржі (причому викуп даних позик лише шляхом купівлі-продажу на фондовому ринку було закріплено законодавчо). Такими позиками зокрема були 6% позики 1817 – 1818 рр. та 5% позика 1820 р., що пояснює присутність даних цінних паперів у біржових котированнях і на початку XX ст. В той час коли до основного виду державних безстрокових облігаційних позик – 4% державної ренти, застосовувалася можливість погашення чи повністю, чи тиражами.

При дослідженні особливостей обігу державних облігаційних позик, окрему увагу необхідно приділити купюрам даних цінних паперів. Державні позики, які випускалися для реалізації на зовнішніх ринках, в основному мали купюри 125, 625 та 3125 крб., для внутрішнього ринку – купюри в 100, 200, 500, 1000, 5000 крб.,

причому у окремих випадках існували ще більші купюри облігацій[12]. Таким чином, на відміну від західноєвропейської практики обігу державних цінних паперів, внаслідок дуже високих купюр вітчизняних державних облігаційних позик, складалася ситуація, коли інвестувати у дані позики мали змогу лише дуже обмежене коло осіб, що звісно було негативним чинником розвитку вітчизняного фондового ринку. Зокрема, на підтвердження даної думки можна привести тезу із видання “Російські біржові цінності”, де зазначалося, що “нашим позикам ще дуже далеко до того ступеня демократизації, на якому вже базується французький державний борг” [6, с. 30]. На відміну від Франції, у вітчизняній практиці “найнижчі прошарки суспільства до сих пір не можуть розглядатися в якості власників державних фондів” [6, с. 30].

В структурі вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. одну з основних позицій займали також цінні папери гарантовані державою. Як зазначалося раніше, у досліджуваний період завдяки наданню гарантій цінним паперам, держава намагалася стимулювати розвиток пріоритетних галузей народного господарства, а саме - залізниць, причому гарантії надавалися не лише облігаціям, але і акціям даних товариств. Надання гарантій цінним паперам залізничних товариств було одним з найпоширеніших способів участі держави у будівництві даних шляхів сполучення, які у досліджуваний період були конче потрібні для розвитку народного господарства країни. Як зазначалося у виданні “Російські біржові цінності”, надання державою гарантій цінним паперам залізничних товариств, являло собою зобов'язання уряду щодо оплати акціонерних та облігаційних капіталів за рахунок державного казначейства, якщо “залізничне товариство закінчить операційний рік з таким результатом, який не дозволить йому сплатити у повному обсязі договірний відсоток за облігаційними позиками, чи якщо дивіденд за акціями буде нижчим за встановлений у статутах мінімальний рівень” [6, с. 35]. Тобто, за рахунок надання гарантій цінним паперам залізничних товариств, держава стимулювала зростання інвестиційної привабливості даного виду фінансових інструментів, що позитивно позначалося на обсягах інвестування у залізничну галузь.

Загалом, станом на 1913 р. урядом було надано гарантії 50 облігаційним позикам 22 залізничних товариств на суму 1.741.490.298 крб. В той час коли державою гарантувалися акції лише 4 залізничних товариств[13] на загальну суму 30.063.014 крб., причому загальна сума акціонерного капіталу всіх цих товариств дорівнювала 135.344.552 крб. Тобто державою гарантувалося лише 22% акціонерних капіталів залізничних товариств [6, с. 38]. Тобто, якщо порівняти кількість облігаційних та акціонерних капіталів залізничних товариств, то виходить, що їхній облігаційних капітал складав 93% всього капіталу, а акціонерний – 7%. Чинником такої диспропорції у власних та позикових капіталах залізничних товариств, цінні папери яких гарантувалися державою, стала урядова політика надання державних гарантій, згідно якої держава намагалася стимулювати залізничне будівництво за рахунок саме облігаційних позик, які були більш стабільними цінними паперами, які оберталися на фондових ринках, що надавало можливість державі максимально зменшити фінансові ризики від курсових коливань.

Про велику заінтересованість держави у стимулюванні залізничного будівництва саме за рахунок облігаційних позик свідчить зміст основного законодавчого акту у сфері фінансування залізничного будівництва, прийнятого у червні 1905 р. - Положення “Про заходи щодо залучення приватних капіталів у залізничне будівництво в Росії” [2, с. 447 - 448]. Зокрема в даному положенні визначалася можливість отримання безумовної гарантії за облігаційними позиками залізничних товариств. А щодо гарантування акціонерного капіталу, то на етапі будівництва залізниць, держава гарантувала дохідність акцій не більше 3%, а на період функціонування залізниць, даним положенням визначалася можливість отримання непрямої державної гарантії, суть якої полягала у можливості виплати дивідендів по акціям навіть у випадку не повного погашення доходів по облігаціям із чистого прибутку товариств[14].

Таким чином, в другій половині XIX – на початку XX ст. державні позики та позики приватних товариств гарантовані державою, займали лідируючі позиції в структурі вітчизняного фондового ринку, та становили, фактично, більше половини обсягів загальної емісії цінних паперів на внутрішніх ринках. Так, станом на 1 січня 1914 р. загальна сума випусків на фондових ринках державних та гарантованих державою облігаційних позик становила 12745 млн. крб. (із 21158 млн. крб. загальної емісії цінних паперів) (табл. 2). Отже, головною особливістю вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. було те, що даний фінансово-економічний інститут, внаслідок активного втручання держави у господарські процеси, сформувався, переважно, як ринок боргових цінних паперів.

Табл. 2. Обсяги випуску вітчизняних цінних паперів за видами (млн. крб.)*

| Роки (на 1 | Державні та гарантовані позики | Іпотечні всередині | Облігації міст | Акції | Облігації акціонерних товариств | Всього |
|---------------|-----------------------------------|-----------------------|----------------|-------|------------------------------------|--------|
|---------------|-----------------------------------|-----------------------|----------------|-------|------------------------------------|--------|

| січня) | в середині країни | за кордоном | всього | країни | в середині країни | за кордоном | всього | в середині країни | за кордоном | всього | в середині країни | за кордоном | всього | |
|--------|-------------------------|----------------|--------|--------|-------------------------|----------------|--------|-------------------------|----------------|--------|-------------------------|----------------|--------|-------|
| 1861 | 1021 | 537 | 1558 | - | - | - | - | 62 | 10 | 72 | - | - | - | 1630 |
| 1881 | 2338 | 2564 | 4902 | 879 | - | - | - | 263 | 92 | 355 | 14 | 6 | 20 | 6156 |
| 1893 | 3072 | 3018 | 6090 | 1225 | 17 | - | 17 | 697 | 202 | 899 | 44 | 34 | 78 | 8309 |
| 1900 | 3893 | 3966 | 7859 | 1784 | 83 | 4 | 87 | 1318 | 644 | 1962 | 98 | 118 | 216 | 11908 |
| 1908 | 5863 | 5265 | 11128 | 2224 | 177 | 26 | 203 | 1658 | 945 | 2603 | 166 | 190 | 356 | 16514 |
| 1914 | 7341 | 5404 | 12745 | 3140 | 295 | 270 | 565 | 2610 | 1700 | 4310 | 138 | 260 | 398 | 21158 |
| 1915 | - | - | - | - | - | - | - | 2861 | 1856 | 4717 | 138 | 269 | 407 | 21574 |

*Джерела: Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки / И. Ф. Гиндин; [под. ред. С. Г. Струмилина]. – М.: Госфиниздат, 1948. – с. 444.

Висновки. Головною особливістю структури вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. було те, що основним видом цінних паперів, які здійснювали обіг на ньому, були боргові. Тобто вітчизняний фондовий ринок другої половини XIX – початку XX ст. сформувався як ринок боргових цінних паперів. Такий висновок зроблений на основі того, що станом на 1914 р. із загального обсягу цінних паперів в сумі 21158 млн. крб., пайові цінні папери складали лише п'яту частину в сумі 4310 млн. крб. (див. табл. 2), весь інший обсяг належав борговим цінним паперам.

В свою чергу, серед облігаційних позик, обіг яких відбувався на вітчизняному та світових фондових ринках, державні позики та позики приватних товариств гарантовані державою, в другій половині XIX – на початку XX ст. займали лідируючі позиції, та становили фактично більше половини обсягів загальної емісії цінних паперів на внутрішньому та зовнішніх ринках (12745 млн. крб. з 21158 млн. крб. загального обсягу емісії цінних паперів), що свідчить про активне застосування державою практики забезпечення народного господарства інвестиційними ресурсами за рахунок фондового ринку. Тобто вітчизняний фондовий ринок другої половини XIX – початку XX ст. можна розглядати як ефективний механізм залучення та перерозподілу вільних фінансових ресурсів до державного та приватного секторів економіки, що зумовлює можливість використання даного позитивного досвіду в сучасних умовах.

Список використаних джерел.

1. Бак И. С. Биржи на Западе и в СССР / И. С. Бак. – Харьков: Книгоспилка, 1926. – 143 с.
2. Высочайше утвержденное положение Соединенного Присутствия Комитета Министров и Департамента Государственной Экономии Государственного Совета. – О мерах к привлечению частных капиталов в дело железнодорожного строительства в России // Полное собрание законов Российской империи. Собрание третье. – Т. 25. – Отд. 1. – № 26385. – 10 июня 1905 г. – СПб., 1908. – с. 447 – 448.
3. Гиндин И. Ф. Русские коммерческие банки / И. Ф. Гиндин; [под. ред. С. Г. Струмилина]. – М.: Госфиниздат, 1948. – 453 с.
4. Литвинов – Фалинский В. П. Наше экономическое положение и задачи будущего / В. П. Литвинов – Фалинский. – СПб.: Типография В. О. Киршбаума, 1908. – X, 149 с.
5. Левин И. И. Рост Петроградской фондовой биржи / И. И. Левин // Банковая энциклопедия [под общ. ред. Л. Н. Яснопольского]. – 1916. – Т. 2. – с. 221 - 234.
6. Русские биржевые ценности 1914 - 1915 г. / Под ред. М.И. Боголепова, с участием В. А. Мукосеева и В. С. Зива. - Петроград: Типография Редакции период. изданий Министерства Финансов, 1915. – 373 с.

Стаття надійшла до редакції 14.07.2011 р.

[1] Рant'є – особа, яка живе за рахунок відсотків від володіння цінними паперами.

[2] 4% державна рента мала ще купюру в 25000 крб., а деякі безстрокові позики - в 100000 крб.

[3] Лодзінської фабричної залізниці на суму 1.146.600 крб., Московсько-Казанської – на суму 9.804.500 крб., Московсько-Київсько-Воронежської – на суму 12.614.414 крб., Рязансько-Уральської – на суму 6.197.500 крб.

[4] В такому випадку чистий прибуток залізничних товариств розподілявся пропорційно між зобов'язаннями по акціям та облігаціям.



ТОВ "ДКС Центр"