

О.В. Корніяка

РОЛЬ ПАЙОВИХ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ПРОЦЕСІ РОЗВИТКУ ВІТЧИЗНЯНОГО ПІДПРИЄМНИЦТВА (друга половина XIX – початок XX ст.)

Стаття присвячена визначенню ролі пайових цінних паперів в процесі розвитку вітчизняного підприємництва у другій половині XIX – на початку XX ст.

Ключові слова: підприємництво, фондовий ринок, пайові цінні папери, державні облигації, фінансове підприємництво.

Постановка проблеми. Сучасний стан економіки країни характеризується глибокою фінансово-інвестиційною кризою, що не може не позначитися і на реалізації підприємницьких ініціатив, які внаслідок браку інвестиційних ресурсів не знаходять свого широкого застосування. В такій ситуації існує необхідність пошуку ефективних механізмів фінансово-інвестиційного забезпечення розвитку підприємництва, з урахуванням вже існуючого досвіду.

У даному контексті важливим є дослідження періоду другої половини XIX – початку XX ст., коли нестача фінансових ресурсів підприємницького сектору компенсувалася широким застосуванням механізмів випуску пайових цінних паперів, а акціонерна форма підприємництва перетворилася на провідну форму забезпечення реалізації капіталомістких підприємницьких ініціатив.

Аналіз досліджень та публікацій. Різні аспекти дослідження проблематики забезпечення розвитку підприємництва у другій половині XIX – на початку XX ст. знаходять відображення у працях сучасних істориків-економістів, зокрема: В.Гринчуцького, О.Кудласевич, В.Небрат, Н.Супрун, В.Фещенко, С.Чистякової та ін. Але ціла низка питань потребує додаткового вивчення. Зокрема необхідним є визначення ролі пайових цінних паперів у розвитку підприємництва з урахуванням впливу на цей процес фондового ринку, банківського сектору, тощо.

Мета статті. Завданням дослідження, результати якого представлено у публікації, є визначення ролі пайових цінних

паперів в процесі розвитку підприємництва в другій половині XIX – на початку XX ст. на основі аналізу вітчизняної економічної літератури.

Виклад основного матеріалу. У другій половині XIX – на початку XX ст. одним із важливих інструментів вітчизняного фондового ринку стали пайові цінні папери, представлені акціями державних підприємств, приватних товариств та акціями приватних товариств гарантованих державою. Поява та швидке розповсюдження даного виду цінних паперів у вітчизняній практиці зумовлювалася тим, що враховуючи низький рівень нагромадження інвестиційних капіталів всередині країни, у другій половині XIX ст. провідною формою підприємницької діяльності стало акціонерне підприємництво, що виявилось найбільш придатною формою для існування в умовах відсутності чіткого механізму грошово-кредитного забезпечення підприємницьких ініціатив.

Популярність акціонерної форми ведення бізнесу актуалізувалася великою кількістю переваг перед іншими формами організації капіталістичних підприємств, основною з яких була можливість залучення значних обсягів фінансових ресурсів, що розглядалося науковцями того часу як істотний стимул до розвитку підприємництва. Зокрема П.Нікольський акцентував увагу на наступних конкурентних рисах акціонерних товариств: по-перше, ця форма підприємства відкривала можливість збирати великі капітали, бо в ній капітал розбивався на невеликі частини і тому для участі в акціонерному товаристві достатньо невеликих коштів; по-друге, акціонерне товариство зі своїм принципом обмеженої відповідальності відкривало широку можливість засновувати підприємства у нових видах промисловості, так як кожен учасник даного товариства відповідав за зобов'язаннями товариства тільки своїм внеском, що активізувало вкладання коштів у ризиковані проекти; по-третє, зменшення залежності акціонерного товариства від складу акціонерів, що надавало можливість акціонерним капіталам широкого обігу на фінансових ринках та залучення додаткових фінансових ресурсів [4, с.178–179].

Необхідно також зазначити, що істотним стимулом розвитку вітчизняного акціонерного підприємництва протягом всього досліджуваного періоду була активна участь держави. У цей період розвитку капіталістичних відносин, держава, поряд із функціями регулятора народногосподарських процесів, стимулюючи розвиток пріоритетних галузей економіки через механізми протекціонізму

му та державного фінансового забезпечення, також безпосередньо виконувала і підприємницькі функції, активно інвестуючи у розбудову мережі казенних акціонерних підприємств у різних галузях економіки.

Але не дивлячись на переваги акціонерної форми підприємництва перед іншими формами господарювання, активне акціонерне засновництво у вітчизняній практиці почалося лише у останній чверті XIX ст. у період активного розвитку капіталістичних відносин та формування відповідних інститутів і механізмів фондового ринку. На думку Л.Ходського саме «з цього часу, акціонерні підприємства, в цілях сприяння пошквалюванню промисловості, дозволяються досить легко, і акціонерна форма стає улюбленою формою і у нас для крупних підприємств» [9, с.279]. Так до 1822 р. існувала лише одна Російсько-Американська акціонерна компанія. З 1822 р. до 1854 р. виникло в Росії не більше 81 акціонерних компаній, а до січня 1882 р. існувало вже 586 акціонерних товариств [9, с.279]. У наступні роки акціонерне підприємство набуло ще більшого розмаху, свідченням чого є той факт, що до кінця XIX ст. в країні вже діяло приблизно 1400 торгово-промислових компаній з капіталом 1800 млн руб [10, с.135].

Так за даними І.Гіндіна, емісія акцій вітчизняних товариств в другій половині XIX – на початку XX ст. зберігала позитивну динаміку впродовж усього періоду, а загальна сума емісії з 1861 до 1914 рр. зростає майже в 60,7 рази [2, с.444]. Найбільше зростання обсягів емісії акцій спостерігалося в період з 1861 до 1881 рр., що було зумовлене високими темпами засновництва акціонерних компаній. Так, за даними Л.Шепелева, у період 1861–1869 рр. було засновано 104 акціонерні компанії, а у 1870–1881 рр. було засновано 266 акціонерних товариств [10, с.80; 92]. Тобто з 1861 до 1881 рр. було засновано 370 акціонерних компаній, основну масу яких по кількості становили торгово-промислові товариства, а за обсягами акціонерних капіталів лідируючі позиції займали залізничні товариства.

У наступний період з 1881 до 1893 рр. темпи акціонерного засновництва дещо знижувалися, але на цьому фоні відбувалося зростання капіталів вже існуючих акціонерних товариств, що в першу чергу пов'язано із зростанням ресурсів промислових підприємств та акціонерних кредитних установ, які почали активно розвиватися та приймати участь у операціях на фондовому ринку. Так, станом на 1 січня 1893 р. в економіці вже функціонувало

614 акціонерних компаній, акції яких загальним обсягом у 899 млн руб котирувалися на вітчизняному та іноземних фондових ринках [2, с.444].

Упродовж 1893–1901 рр. темпи акціонерного засновництва та, як наслідок, збільшення обсягів емісії акцій, зберігали позитивну динаміку. В цей період основними чинниками активного розвитку акціонерних товариств були викупні операції держави щодо приватних залізниць, конверсії державних та гарантованих державою позик, зростання операцій комерційних банків з пайовими цінними паперами та ін. Причому механізм викупних операцій держави щодо приватних залізничних товариств став важливим стимулом інвестування у пайові цінні папери.

Суттю викупних операцій було придбання державою акцій залізничних товариств, або їх обмін на чотирихпроцентні державні облігації. у результаті акціонери даних товариств, які отримали грошові кошти за акції, почали їх активно вкладати в інші акціонерні товариства. Поряд із цим ті, хто отримав чотирихпроцентні державні облігації та не був задоволений їх доходністю, почали активно збувати їх на біржі та інвестувати отримані кошти у пайові цінні папери інших товариств. Така ж ситуація трапилася і у випадку конверсій державних позик, коли інвестори, не задоволені доходністю отриманих на обмін цінних паперів, активно продавали їх на біржі, а отримані кошти вкладали в пайові цінні папери.

Результатом вивільнення великої кількості фінансових ресурсів та активного їх інвестування у пайові цінні папери став біржовий ажіотаж, до операцій на фондовому ринку було залучено велику кількість населення. М.Туган-Барановський, характеризуючи особливості періоду біржового підйому у вітчизняній практиці, зазначав, що в середині 90-х років XIX ст. «бажання біржової гри охопило широкі кола суспільства; офіційна біржа не могла розмістити всіх бажаючих прийняти участь у біржовій вакханалії, та деякі ресторани гостинно відкрили свої двері для біржових гравців, яким на знайшлося місця на офіційній біржі» [8, с.348]. Зростаючий попит на приватні цінні папери мав наслідком значне підвищення цін на акції. Як вказував А.Тимофєєв, акції трьох банків номіналом у 250 руб., які були найменш спекулятивними паперами, котирувалися за таким курсом: акції Міжнародного банку 510 руб в 1893 та 770 руб у 1895 р. (в тричі вище за номінал); акції Облікового та позикового банку 490 руб в 1893 та

890 руб у 1895 р. (в 3,5 рази вище за номінал); акції Приватного комерційного банку 425 руб у 1893 та 667 руб у 1895 р. (у 2,6 рази вище за номінал) [7, с.145].

Поряд із цим, суттєве збільшення операцій із пайовими цінними паперами стало наслідком активізації операцій кредитування під заставу цінних паперів комерційними банками, так званих онкольних операцій. Суми онкольних позик за даними Л.Шепелева з 1895 р. до 1899 р. зросли більше ніж у півтора рази з 119,9 млн руб до 184,5 млн крб, що було значним стимулом розвитку акціонерних товариств та збільшення обсягів акціонерних капіталів [10, с.146].

Як відомо, біржовий підйом 90-х років XIX ст. закінчився потужною економічною кризою 1900–1902 рр., в результаті якої розвиток акціонерного засновництва значно скоротився разом із скорочення кількості акціонерних капіталів на ринках. Але це скорочення виявилось нетривалим і, завдяки популярності інвестування у пайові цінні папери та залученню до біржових операцій значного числа інвесторів, починаючи з 1908 р. акціонерне засновництво почало знову нарощувати обсяги. Зокрема, за даними І.Гіндіна у 1908–1914 рр. емісія акціонерних капіталів зроста майже в 1,6 рази [2, с.444]. У цей період основним стимулом збільшення обсягів пайових цінних паперів була активізація діяльності комерційних банків щодо операцій із акціями приватних товариств. Як зазначалося раніше, на початку XX ст. банківські структури, маючи в своєму розпорядженні великі фінансові ресурси, стали основними посередниками на фондовому ринку. Зокрема, М.Боголепов, досліджуючи особливості функціонування банківських структур на вітчизняному фондовому ринку зазначав, що значне зростання операцій банків з пайовими цінними паперами було пов'язане із залученням до даних операцій широкого кола фізичних осіб, які були клієнтами даних банків [1, с.382]. Поряд із цим, істотним стимулом розвитку емісії пайових цінних паперів було відродження після кризи онкольних операцій, обсяг яких в період 1910–1914 рр., за даними І.Гіндіна, збільшився в 4,3 рази (з 188,1 млн руб до 809,8 млн руб) [2, с.416].

Треба зазначити, що по мірі розвитку банків, що супроводжувався накопиченням великої кількості фінансових ресурсів та істотним розширенням клієнтури, відбулася зміна їхньої ролі у торгівлі цінними паперами. Як зазначав Р.Гільфердінг, «спочатку банкір – просто комісіонер, який виконує операції за свого клієн-

та. Але, чим більше зростає у банку міць капіталу та збільшується інтерес до курсу акцій, тим більше переходить він до торгівлі за власний рахунок, перебираючи на себе значну долю операцій з пайовими цінними паперами» [6, с.209]. Таким чином, за рахунок формування позабіржового фондового ринку, ключовими гравцями якого виступали банківські структури, поступово складалася ситуація, коли на біржовому ринку здійснювався в основному обіг державних боргових цінних паперів та невеликої частки пайових, а на позабіржовому – сконцентрувався основний обіг пайових цінних паперів, що повинно було створювати підґрунтя для формування фінансово-інвестиційних підприємницьких структур та стати одним із ключових чинників розвитку підприємництва загалом.

Проте й у випадку формування позабіржового ринку цінних паперів у вищезгаданому форматі виявлено негативні тенденції, на яких необхідно акцентувати увагу. Зокрема, у досліджуваний період відбувся процес монополізації вітчизняного ринку фінансових послуг, коли банки, за рахунок налагодження тісних зв'язків із промисловістю та створення великих фінансово-промислових об'єднань, перетворюються на монополістичні структури, що контролювали практично весь обіг пайових цінних паперів та частину обігу державних і гарантованих державою цінних паперів. Як зазначав А.Мікаелян, «розвиток банківської справи та її концентрація у невеликій кількості закладів, перетворює банківських ділків зі скромних посередників на владних монополістів, які розпоряджаються практично всім грошовим капіталом всієї сукупності капіталістів та дрібних господарів, а також – великою частиною засобів виробництва та джерел сировини на національному та світових ринках. Це перетворення численних та непомітних банкірів на купку монополістів є одним з основних моментів нової фази економічного розвитку» [3, с.17]. Така трансформація функцій банків на ринку фінансових послуг призвела до поширення спекулятивних тенденцій на ринку, зокрема, банківські кредитні операції під заставу цінних паперів, так звані «онкольні» операції, створювали підґрунтя для широкого поширення спекуляцій із цінними паперами на фондовому ринку; за рахунок встановлення високих бар'єрів входження на фондовий ринок дрібні та середні інвестори фактично позбавлялися прямого доступу до дешевших інвестиційних ресурсів, і були

змушені звертатися до посередництва банків, або до банківських кредитних ресурсів високої вартості.

Проблема забезпечення кредитами господарського розвитку, зокрема промисловості, посідала особливе місце в економіко-фінансових дослідженнях другої половини XIX ст. Вчені наголошували на необхідності створення інституційних умов та фінансових важелів активізації промислового підприємництва – розробці акціонерного законодавства, торгового права, впорядкування діяльності бірж, реформування кредитно-банківської системи [11, с.280–281]. Проте навіть вже розроблені законопроекти, незважаючи на їх прогресивний характер, не були прийняті й реалізовані, оскільки сама система імперського централізованого адміністративного управління не допускала свободи промисловості й вільного руху фінансових ресурсів. Натомість міністерство фінансів сприяло створенню сумнівних акціонерних товариств.

Відтак у вітчизняній практиці широке акціонування стало стимулюючим чинником формування нового типу підприємницької діяльності – фінансового підприємництва, що у досліджуваній період набувало широкого поширення. Сфера його впливу зростала пропорційно розвитку інструментарію фондового ринку. Якщо на початку XIX ст. фінансове підприємництво зосереджувалося в основному на операціях із векселями, а угоди купівлі-продажу цінних паперів здійснювалися у трактирах та ринкових площах, то у другій половині XIX ст. у практиці вітчизняного фінансового підприємництва з'явилися такі інструменти, як акції, державні та приватні облігації, а обіг цінних паперів відбувався вже на біржовому та позабіржовому ринках, про що згадувалося раніше. Тобто процес інституціоналізації вітчизняного фінансового підприємництва відбувався у прямій взаємозалежності із розвитком фондового ринку та його основних інститутів – бірж та банків. У такій ситуації саме низький рівень інституціоналізації вітчизняного фондового ринку став одним з основних стримуючих чинників розвитку вітчизняного фінансового підприємництва, що унеможливило його становлення та розвиток як однієї з головних ланок фінансово-інвестиційного процесу.

Незважаючи на негативні сторони широкого поширення практики інвестування у пайові цінні папери, акціонерне підприємництво набувало широкої популярності у вітчизняній практиці. Про це свідчать дані табл. 1, згідно яких акціонерна форма підприємництва набула поширення у різних галузях народного гос-

подарства, та надала можливості акумулювання великої кількості фінансових ресурсів за рахунок використання механізмів випуску пайових цінних паперів.

Таблиця 1

Розподіл акціонерних компаній за галузями станом на 1901 р.*

Галузі діяльності	Вітчизняні компанії		Іноземні компанії		Всього	
	кількість	капітал (млн руб)	кількість	капітал (млн руб)	кількість	капітал (млн руб)
Залізничні	22	127,8	–	–	22	127,8
Комерційні банки	39	199,6	1	3,7	40	203,3
Земельні банки	10	66,4	–	–	10	66,4
Страхові	18	30,6	2	2,3	20	32,9
Гірничопромислові, металургійні та металообробні	219	560,1	111	246,3	330	806,4
З обробки волокнистих речовин	223	384	15	20,0	238	404
Харчової промисловості	222	164,4	2	2,4	224	166,8
Лісопромислові та паперові	61	52,8	4	2,2	65	55
Поліграфічні, видавничі та книжкової торгівлі	22	9,3	–	–	22	9,3
Сілікатно-керамічні	44	43,1	27	19,4	71	62,5
Хімічні	58	47,8	10	10,2	68	58
Міського господарства	48	72,5	31	30,9	79	103,4
Пароплавні та транспортні	41	58	1	2,0	42	60
Торговельні	55	60	–	–	55	60
Інші	153	264,1	26	51,6	179	315,7
Всього	1235	2140,5	230	391,0	1465	2531,5

Джерело : Шепелев Л.Е. Акционерные компании в России / Л.Е. Шепелев. – Л. : Наука, 1973. – С. 143.

Отже, загальні статистичні дані свідчать про те, що широке акціонування в період 1876–1902 рр. мало позитивний вплив на розвиток вітчизняного підприємництва за рахунок збільшення

кількості акціонерних товариств та обсягів їх капіталів. Зокрема, за рахунок широкого акціонування, у період 1890–1899 рр. зростання волокнистої промисловості було на рівні 75%, хімічної – 274%, гірничопромислової – 372% та металургійної – 793% [5, с.26]. Таким чином можливість відносно швидкого залучення акціонерними компаніями додаткових фінансових ресурсів шляхом емісії пайових цінних паперів стала суттєвим стимулюючим чинником розвитку вітчизняного підприємництва та перетворилася на дієвий механізм фінансово-інвестиційного забезпечення реалізації капіталомістких підприємницьких ініціатив.

Висновки. У досліджуваній період пайові цінні папери, в контексті впливу на розвиток підприємництва, визначено одним із найважливіших інструментів вітчизняного фондового ринку завдяки своєму високому потенціалу щодо формування основних капіталів капіталомістких підприємств та залучення додаткових фінансових ресурсів у ключові галузі народного господарства, широко представлені акціонерними товариствами.

Широке акціонування у вітчизняній практиці другої половини ХІХ – на початку ХХ ст. визначено стимулюючим чинником формування нового типу підприємницької діяльності – фінансового підприємництва, процес інституціоналізації якого відбувався у взаємозалежності з розвитком фондового ринку та його основних інститутів – бірж та банків.

У той-же час, невідповідний вимогам стрімкого реформування народного господарства рівень розвитку інститутів та механізмів вітчизняного фондового ринку суттєво знижував потенціал пайових цінних паперів щодо залучення та перерозподілу фінансово-інвестиційних ресурсів, та призвів фактично до монополізації ринку пайових цінних паперів з боку банківсько-промислових груп, що в свою чергу призводило до активізації спекуляцій на ринку та негативно позначалося на розвитку як фінансового підприємництва, так і підприємництва загалом. Таким чином створювалися інституційні бар'єри входження на фондові ринки дрібних емітентів, які, будучи позбавленими можливості доступу до фінансових ресурсів більш низької вартості, були змушені звертатися до такого джерела інвестування як банківські кредити, вартість яких у вітчизняній практиці залишається зависокою і донині.

1. Боголепов М.И. Биржа и банки / М.И. Боголепов // Банковая энциклопедия [под общ. ред. Л.Н. Яснопольского]. – Т. 2. – К, 1916. – С. 368–384.
2. Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки / И.Ф. Гиндин ; [под ред. С.Г. Струмилина]. – М. : Госфиниздат, 1948. – 453 с.
3. Микаелян А.С. Экономическая политика финансового капитала. Предпринимательские союзы и вырождение капиталистического способа производства / А.С. Микаелян. – М. : Государственное издательство, 1920. – 134 с.
4. Никольский П.А. Учебник политической экономии / П.А. Никольский. – Казань : Изд. бр. Башмаковых, 1916. – 508, VIII с.
5. Ронин С. Иностранный капитал и Русские банки. К вопросу о финансовом капитале в России / С. Ронин ; [предисл. Л. Кирцмана]. – М. : Издательство Коммунистического Университета им. Я.М. Свердлова, 1926. – VIII, 145 с.
6. Гильфердинг Р. Финансовый капитал. Новейшая фаза в развитии капитализма / Рудольф Гильфердинг ; [пер. с нем. и вступ. статья И. Степанова]. – М. : Книгоиздательство «В.И. Знаменский и Ко», 1912. – 576 с.
7. Тимофеев А.Г. История Санкт-Петербургской биржи. История биржевого законодательства, устройства и деятельности учреждений Санкт-Петербургской биржи / А.Г. Тимофеев. – СПб. : Изд. СПб. Биржевого комитета, 1903. – 344 с.
8. Туган-Барановский М.И. Русская фабрика в прошлом и настоящем / М.И. Туган-Барановский. – СПб., 1907.
9. Ходский Л.В. Политическая экономия в связи с финансами / Л.В. Ходский ; [4-е изд. пересм. и дополн.]. – Т.1: Политическая экономия. – СПб. : Типография «Правда», 1908. – VIII, 442 с.
10. Шепелев Л.Е. Акционерные компании в России / Л.Е. Шепелев. – Л. : Наука, 1973. – 347 с.
11. Небрат В.В. Еволюція теорії державних фінансів в Україні / В.В. Небрат ; НАН України, Ін-т екон. та прогнозув. – К., 2013. – 584 с.

Транслітерований список джерел

1. Bogolepov M.I. Birzha i banki / M.I. Bogolepov // Bankovaya entsiklopediya [pod obshch. red. L.N. Yasnopol'skogo]. – Т. 2. – К, 1916. – С. 368–384 [in Russian]
2. Gindin I.F. Russkie kommercheskie banki / I.F. Gindin ; [pod. red. S.G. Strumilina]. – М. : Gosfinizdat, 1948. – 453 s. [in Russian]

3. Mikaelyan A.S. Ekonomicheskaya politika finansovogo kapitala. Predprinimatel'skie soyuzy i vyrozhdenie kapitalisticheskogo sposoba proizvodstva / A.S. Mikaelyan. – M. : Gosudarstvennoe izdatel'stvo, 1920. – 134 s. [in Russian]
4. Nikol'skii P.A. Uchebnik politicheskoi ekonomii / P.A. Nikol'skii. – Kazan' : Izd. br. Bashmakovykh, 1916. – 508, VIII s. [in Russian]
5. Ronin S. Inostrannyi kapital i Russkie banki. K voprosu o finansovom kapitale v Rossii / S. Ronin ; [predisl. L. Kirtsmana]. – M. : Izdatel'stvo Kommunisticheskogo Universiteta im. Ya.M. Sverdlova, 1926. – VIII, 145 s. [in Russian]
6. Gil'ferding R. Finansovyi kapital. Noveishaya faza v razvitii kapitalizma / Rudolf Gil'ferding ; [per. s nem. i vstup. stat'ya I. Stepanova]. – M. : Knigoizdatel'stvo «V.I. Znamenskii i Ko», 1912. – 576 s. [in Russian]
7. Timofeev A.G. Istoriya Sankt-Peterburgskoi birzhi. Istoriya birzhevogo zakonodatel'stva, ustroistva i deyatel'nosti uchrezhdenii Sankt-Peterburgskoi birzhi / A.G. Timofeev. – SPb. : Izd. SPb. Birzhevogo komiteta, 1903. – 344 s. [in Russian]
8. Tugan-Baranovskii M.I. Russkaya fabrika v proshlom i nastoyashchem / M.I. Tugan-Baranovskii. – SPb., 1907 [in Russian]
9. Khodskii L.V. Politicheskaya ekonomiya v svyazi s finansami / L.V. Khodskii ; [4-e izd. peresm. i dopoln.]. – T.1: Politicheskaya ekonomiya. – Spb. : Tipografiya «Pravda», 1908. – VIII, 442 s. [in Russian]
10. Shepelev L.E. Aktsionernye kompanii v Rossii / L.E. Shepelev. – L. : Nauka, 1973. – 347 s. [in Russian]
11. Nebrat V.V. Evoliuciia teorii' derzhavnyh finansiv v Ukraini / V.V. Nebrat ; NAN Ukrainy, In-t ekon. ta prognozuv. – K., 2013. – 584 s. [in Ukrainian]

Одержано 05.11.2015 р.