DOI: https://doi.org/10.15407/ingedu2023.56.299
УДК 330.322:334.7(477)«18/19»
JEL: N10, B22, E44

Корніяка О.В., *кандидат економічних наук,*
науковий співробітник відділу економічної історії
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
ORCID iD: https://orcid.org/0000-0002-2516-5341
e-mail: korniyaka@ukr.net

ІСТОРІЯ ФОНДОВОГО РИНКУ В УКРАЇНІ В КОНТЕКСТІ ФОРМУВАННЯ МЕХАНІЗМІВ ІНВЕСТУВАННЯ (друга половина XIX – початок XX ст.)[1]

Вивчення економічної спадщини та історичної траєкторії формування господарської системи України є важливим науковим завданням. Актуальність проблеми формування ефективних механізмів капіталоутворення та інвестування зростає в умовах макроекономічної дестабілізації та руйнування економічного потенціалу, спричинених воєнним нападом рф.

Метою публікації є представлення результатів комплексного дослідження основних чинників, передумов та тенденцій становлення й розвитку інститутів і механізмів функціонування фондового ринку в Україні впродовж другої половини XIX – початку XX ст. Особливу увагу приділено вивченню складників інституційної структури цього ринку, що стимулюють його становлення та розвиток в Україні.

Визначені особливості функціонування українського сегменту фондового ринку Російської імперії. Процес обігу цінних паперів на Одеській, Київській, Харківській біржах характеризувався нижчим, у порівнянні з іншими біржами, рівнем державної регламентації. Це сприяло активізації інвестиційних процесів

[1] Публікацію підготовлено в рамках виконання НДР «Економічна спадщина у формуванні господарської системи України» (№ державної реєстрації 0122U201468) відділу економічної історії ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України».

© Корніяка О.В., 2023

та пришвидшенню розвитку інститутів і механізмів функціонування фондового ринку.

Розкрито внесок українських вчених-економістів другої половини XIX – початку XX ст. у розвиток наукового аналізу фондового ринку та практичних підходів до формування ринкових інститутів і механізмів.

Виявлена історична закономірність у становленні фондового ринку під впливом державної регламентації обігу цінних паперів. Ця практика була драйвером розвитку фондового ринку у короткостроковому періоді, проте стала інституційним бар'єром реалізації довгострокових інвестиційних стратегій. Монополізація банківськими структурами позабіржового обігу цінних паперів та встановлення контролю за операціями на біржі призвели до руйнування механізму ринкового ціноутворення на фондовому ринку та зростання вартості інвестиційних ресурсів.

Аргументовано висновок, що перша хвиля ринкових перетворень господарства України (друга половина XIX – початок XX ст.) забезпечила формування інститутів і механізмів фінансового забезпечення економічного розвитку із суттєвими особливостями та обмеженнями.

Ключові слова: *економічна спадщина, фондовий ринок, фінансово-економічні інститути, капітал, інвестування, ринок цінних паперів, державна регламентація.*

Korniyaka O.

HISTORY OF THE STOCK MARKET IN UKRAINE IN THE CONTEXT OF THE FORMATION OF INVESTMENT MECHANISMS (second half of the 19th – beginning of the 20th centuries)

The study of economic heritage and the historical trajectory of the formation of the economic system of Ukraine is an important scientific task. The relevance of the problem of the formation of effective capital generation and investment mechanisms is increasing in the conditions of macroeconomic destabilization and the destruction of economic potential caused by the military attack of the Russian Federation.

The purpose of the publication is to present the results of a comprehensive study of the main factors, prerequisites and trends in the formation and development of institutions and mechanisms of Ukraine's stock market during the second half of the 19th and early 20th centuries. Special attention is paid to the study of the components of the institutional structure of this market, which stimulate its formation and development in Ukraine.

The author defines the peculiarities of the functioning of the Ukrainian segment of the Russian Empire's stock market. The circulation of securities on the Odesa, Kyiv, and Kharkiv stock exchanges was characterized by a lower level of state regulation compared to other stock exchanges. This contributed to the revival of investment processes and the accelerated development of stock market institutions and mechanisms.

The author reveals the contribution of Ukrainian economists of the second half of the 19th and the beginning of the 20th centuries in the development of scientific analysis of the stock market and practical approaches to the development of market institutions and mechanisms.

A historical regularity in the formation of the stock market under the influence of state regulation of the circulation of securities has been revealed. This practice was a driver of the development of the stock market in the short term, but became an institutional barrier to the implementation of long-term investment strategies. The banking structures' monopolization of the over-the-counter circulation of securities and the establishment of control over transactions on the stock exchange led to the destruction of the mechanism of market pricing in the stock market and the increased cost of investment resources.

The conclusion is argued that the first wave of market transformations in the Ukrainian economy (the second half of the 19th century – the beginning of the 20th century) facilitated the development of institutions and mechanisms of financial support for economic development with significant specificities and limitations.

Keywords: *economic heritage, stock market, financial and economic institutions, capital, investment, securities market, state regulation.*

Постановка проблеми. З огляду на сучасні виклики, що постали перед економікою та суспільством, а також необхідність усвідомленого вибору вектору подальшої трансформації націо-

нального господарства, важливим науковим завданням є дослідження економічної спадщини та історичної траєкторії формування господарської системи України. Зокрема, в умовах макроекономічної дестабілізації та руйнування економіки, спричинених воєнним нападом рф, зростає актуальність питань формування ефективних механізмів капіталоутворення та інвестування. Великим потенціалом щодо залучення та перерозподілу фінансово-інвестиційних ресурсів володіє фондовий ринок та його окремі інститути. У цьому контексті доцільним є вивчення особливостей і результатів формування ринкових фінансових механізмів в українському господарстві другої половини XIX – початку XX ст. Саме в цей період часу в ході першої хвилі ринкових перетворень господарської системи України відбувалися процеси розбудови великої фабрично-заводської промисловості та інфраструктури господарства, розширення внутрішнього ринку, розвитку вітчизняного підприємництва, розвитку банківської системи, міського господарства та впроваджувалася активна політика державних запозичень. Відповіддю на вищезгадані економічні процеси стало формування біржового та позабіржового ринку цінних паперів, з певними особливостями структури та механізмів функціонування.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика формування та інституціоналізації фінансового господарства України в історичному вимірі дістала найбільш комплексне розроблення та висвітлення в публікаціях С. Голубки [1–3]. Ретроспективний аналіз, сфокусований на становленні та розвитку ринку цінних паперів в Україні в добу державної незалежності, представлено в спільній публікації С. Голубки та Д. Бенедисюк [4]. Теоретико-методологічні та практичні аспекти фінансового забезпечення економічного розвитку в історичному контексті становлення ринкових інститутів, зокрема підприємництва [5], розвитку української економічної думки [6] розглядали науковці відділу економічної історії ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Крім того, їхні окремі розвідки присвячені фінансовим інструментам радянської індустріалізації (Небрат В., Горін Н. [7]); інвестиційного забезпечення структурних перетворень економіки (Сливка Т., Гордіца К. [8]) та ін. Низка праць автора цієї статті репрезентує історію формування ринку цінних паперів і діяльність фондових бірж на українських теренах як

складову загальноімперських ринкових перетворень на межі XIX–XX ст. [9; 10].

Взаємозв'язок розвитку ринку землі та кредиту, сучасні структурні та фінансові ризики капіталізації землі на історичному досвіді розглядали В. Небрат, К. Гордіца та Т. Сливка [11]. Особливості розвитку процесу нагромадження основного капіталу в Україні в 2000-х роках аргументовано охарактеризувала Л. Шинкарук [12], а зв'язок між особливостями капіталоутворення та ризиками фінансування економіки в умовах російсько-української війни були представлені в спільній публікації автора з В. Небрат [13]. Проте, залишається не розритим у повному обсязі питання ґенези фондового ринку в історичному контексті, з огляду на роль цього ринкового фінансово-інвестиційного інституту в економічному розвитку та формуванні господарської системи України

Мета публікації – представлення результатів комплексного дослідження основних чинників, передумов та тенденцій становлення й розвитку інститутів і механізмів функціонування фондового ринку в Україні впродовж другої половини XIX – початку XX ст. як важливої складової формування господарської системи.

Виклад основного змісту дослідження. Передумовою об'єктивної оцінки характеру та значення ринкових інвестиційних механізмів є врахування особливостей процесу становлення ринкового господарства та відповідних йому інститутів в Україні, які, на відміну від більшості європейських країн, почали формуватися лише на початку XIX ст., а реальний поштовх до розвитку отримали після проведення низки соціально-економічних реформ (селянської, земської, міської, судової, фінансової та ін.) у другій половині XIX ст. Тож істотною особливістю становлення ринкових інститутів у національному господарському середовищі було суттєве відставання від розвинених країн, що зумовило необхідність пришвидшеної модернізації економіки на основі запозичення досвіду західних держав. Одним із провідних інститутів фінансового забезпечення пришвидшеної модернізації став фондовий ринок, за рахунок виконання функцій акумуляції та перерозподілу капіталів.

Досвід функціонування фондового ринку в Україні другої половини XIX – початку XX ст. свідчить про великий потенціал даного фінансово-економічного інституту у формуванні господарсь-

кої системи країни в частині залучення та перерозподілу вільних фінансово-інвестиційних ресурсів. Саме у вищезгаданий період фондовий ринок був одним з основних механізмів задоволення інвестиційних потреб як державного, так і приватного секторів економіки [5, с. 239–245]. Зокрема, за допомогою інструментів фондового ринку здійснювалася державна політика спрямування 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 провідних галузей економіки країни тощо.

У працях тогочасних науковців знайшли відображення різні аспекти функціонування фондового ринку та його впливу на формування господарської системи країни. На окрему увагу заслуговують низка оригінальних концепцій розроблених українськими вченими, що дають змогу узагальнити теоретико-методологічні основи та практичні підходи щодо дослідження розвитку інститутів та механізмів функціонування фондового ринку. Концепцією прямого наслідкового зв'язку між низьким рівнем розвитку ринку муніципальних позик та неефективним використанням залучених таким чином фінансових ресурсів В. Твердохлєбов пояснює природу недостатнього рівня довіри інвесторів до муніципальних облігацій, зазначаючи що їхні випуски часто здійснювалися без врахування співвідношення між термінами погашення даних позик та термінами зношення основних засобів підприємств, які створювалися на основі запозичених ресурсів, що істотно знижувало ефективність використання залучених таким способом ресурсів.

Для розуміння природи функціонування інститутів та механізмів фондового ринку важливого значення набула концепція «оптимістичної споживацької антиципації» Л. Петражицького, якою автор пояснює деякі аспекти психології інвестування на фондовому ринку. Зокрема, частою причиною акціонерних крахів та банкрутств учасників біржових операцій науковець визначає завищені психологічні очікування учасників ринку, та необґрунтованість їх інвестиційних рішень. «Оптимістична споживацька антиципація» стимулює неадекватне рівню отримуваних прибутків збільшення рівня витрат споживання, що і призводить до банкрутства професійних учасників фондового ринку [14]. У пра-

цях представників української економічної думки, зокрема Л. Петражицького, В. Твердохлєбова було сформоване концептуальне розуміння необхідності активного розвитку інститутів і механізмів фондового ринку для задоволення інвестиційних потреб суб'єктами економічних відносин та запропоновано практичні рекомендації щодо удосконалення функціонування даних механізмів.

Процес формування фондового ринку як інституційного комплексу був тривалим. Періодизація процесу становлення та розвитку інститутів і механізмів функціонування фондового ринку на основі критерію організаційно-інституційного забезпечення надає можливість більш ґрунтовно розкрити основні аспекти проблематики та надати характеристику в контексті особливостей формування господарської системи. Зокрема, виділено такі періоди:

1860–1870-ті роки – заснування основних біржових торговельних майданчиків для купівлі-продажу цінних паперів – Одеського (1796 р.), Київського (1869 р.) та Харківського (1876 р.) що створило організаційні можливості для розвитку вітчизняного фондового ринку;

1876–1900 рр. – розробка законодавчо правових норм, що регламентували обіг цінних паперів, та проведення біржової реформи, для боротьби із негативним тенденціями біржової торгівлі цінними паперами;

1900–1917 рр. – створення спеціалізованого майданчика для торгівлі цінними паперами – фондового відділу Санкт-Петербурзької біржі, що активізувало розвиток механізмів фондового ринку. Разом з тим, цей період характеризувався виникненням великої кількості банківсько-промислових об'єднань, які брали активну участь в операціях купівлі-продажу цінних паперів. Результатом цього стало перетворення банків на основний фінансово-посередницький інститут, який частково перебрав на себе біржові функції створивши потужний позабіржовий ринок.

Отже, період другої половини XIX – початку XX ст. став визначальним для становлення фондового ринку та формування його інститутів та механізмів, зокрема біржової торгівлі цінними паперами, що перетворилася на дієвий механізм залучення та перерозподілу фінансово-інвестиційних ресурсів. Біржовий механізм інвестування використовував весь спектр суб'єктів економічних відносин, включаючи державу, що перетворило функціо-

нування інституту бірж на важливий чинник розвитку господарської системи. Зокрема, на думку М. Тугана-Барановського, «чим більше господарський устрій тієї чи іншої країни набуває капіталістичних рис, тим більшого значення набуває в ньому біржа. Тому, за важливістю біржі у господарському житті тієї чи іншої країни можливо характеризувати ступінь її капіталістичної зрілості» [15, с. 24].

У контексті дослідження економічної спадщини, необхідно зауважити, що основною особливістю функціонування інституту бірж (Одеської, Київської, Харківської) на українських землях була значна автономія від адміністративного втручання державних та місцевих органів влади. На відміну від Санкт-Петербурзької біржі, на якій в результаті біржової реформи було створено окремий фондовий відділ, діяльність якого практично повністю контролювалася державою в особі Міністерства фінансів, біржі, що функціонували в Україні, діяли на засадах самофінансування та демократичного управління в межах визначеної статутом корпоративної ієрархічної структури. Ця риса була також однією з основних відмінностей практики функціонування вітчизняних бірж не лише від інших бірж Російської імперії, а й від більшості західноєвропейських бірж. Автономність у процесі прийняття управлінських та інвестиційних рішень стала важливим чинником активізації біржової торгівлі цінними паперами, розвитку інститутів і механізмів фондового ринку, а також оформлення внутрішньо-організаційної структури біржових установ [10, с. 171–179].

Важливою характеристикою розвитку фондового ринку в Україні в другій половині XIX – на початку XX ст. стала також взаємообумовленість процесів формування біржового та позабіржового ринків. При чому провідну роль у формуванні позабіржового ринку відігравали банківські структури, вплив яких зростав внаслідок концентрації фінансових ресурсів та монополізації становища на ринку. Великі акціонерні банки стали рушіями створення справжньої фондової біржі, як ринку цінних паперів. У той же час, процес монополізації у фінансовій сфері відбувався не лише за рахунок концентрації капіталів у межах найбільших банків, а також і шляхом створення банківсько-промислових синдикатів, що було спричинено недостатнім рівнем капіталізації кредитних установ для здійснення ефективного інвестування у промислові підприємства в період активного розвитку господарської системи.

Фактична монополізація банківськими структурами функції котирування цінних паперів підконтрольних синдикатам товариств призвела до втрати біржою можливості виконання даної важливої функції у повному обсязі. Як наслідок, банки, які на початкових етапах розвитку фондового ринку виконували переважно довірчі функції, оперуючи на біржі і в неофіційних біржових зібраннях – «кулісах» за дорученням своїх клієнтів, на межі XIX–XX ст. почали брати активну участь у біржових операціях із цінними паперами за власний рахунок та перебирали на себе роль основних посередницьких структур на фондовому ринку. Акумулювавши великі обсяги капіталів та сформувавши широке коло клієнтів, на початку XX ст. банки більшість операцій купівлі-продажу цінних паперів здійснювали вже без посередництва біржі. Це стало потужним чинником розвитку позабіржового ринку, та важливим стимулом розвитку процесів фінансово-інвестиційного забезпечення господарського розвитку. Поряд із цим банківські структури зберігали і великий вплив на біржовий обіг цінних паперів, залишивши за біржами лише функції котирування, арбітражу та представництва інтересів торгово-промислових структур перед органами державної влади. У той же час, процеси монополізації мали і цілу низку негативних наслідків, зокрема: руйнування механізмів ринкового ціноутворення на фондовому ринку, створення інституційних бар'єрів входження на фондові ринки дрібних емітентів, зростання вартості інвестиційних ресурсів, зниження рівня довіри інвесторів до його інструментів, тощо.

Проте головною закономірністю та локомотивом розвитку фондового ринку в Україні в другій половині XIX – на початку XX ст. треба визначити провідну роль держави, що активно використовувала його інститути та механізми для реалізації як державної політики розвитку пріоритетних галузей економіки, так і державну боргову політику. Саме у досліджуваний період відбувалися процеси реформування господарської системи та її активного розвитку, що потребували великої кількості фінансово-інвестиційних ресурсів, якими ні державний, ні приватний сектори економіки не були забезпечені достатнім чином. Саме проблема браку фінансово-інвестиційних капіталів, що здобула неабиякого загострення у період реалізації масштабних реформ, активізувала процеси реалізації державної інвестиційної політики шляхом запозичення ресурсів на фінансових ринках, в тому чис-

лі і за активного використання інститутів та механізмів фондового ринку. Таким чином держава стала основним споживачем позикових капіталів, що не могло не позначитися і на структурі фондового ринку. Його основні обсяги зайняли облігаційні позики (державні облігаційні позики, та позики приватних товариств, гарантовані державою), що перетворилися на головний механізм стимулювання розвитку найбільш суспільно-важливих галузей економіки країни, зокрема залізничного будівництва. В той же час, акції різних емітентів становили лише 20% загального обсягу ринку. Зокрема, станом на 1914 р. пайові цінні папери складали лише п'яту частину (в сумі 4310 млн руб.) із загального обсягу цінних паперів в сумі 21158 млн руб. [10]. Вагомим чинником звернення державних структур до ринку позичкових капіталів стала також необхідність погашення постійно зростаючих обсягів державних боргів, значну частину яких становили непродуктивні витрати (витрати на утримання державного апарату, витрати ведення війн, витрати на обслуговування новостворених та вже існуючих боргів, тощо).

Таким чином, досвід функціонування фондового ринку в другій половині XIX – на початку XX ст. вказує на те, що за умов суттєвої державної регламентації його діяльності стимулююча політика щодо становлення та розвитку його основних інститутів та механізмів має на меті пошук додаткових джерел фінансово-інвестиційного забезпечення переважно непродуктивних витрат казни (видатків бюджету, ведення війн, тощо), та реалізації пріоритетних завдань розвитку господарської структури (в нашому випадку залізничне будівництво). Проте, наслідком такої політики стає зміна структури фондового ринку, коли основним видом цінних паперів на ньому стають переважно державні запозичення, що провокує деформацію його ринкових функцій щодо акумуляції та ефективного перерозподілу фінансових ресурсів, та негативно позначається на організаційному, технічному та ресурсному забезпеченні його розвитку, та розвитку господарської системи в цілому.

Висновки. У системі фінансового забезпечення формування господарської системи важливе місце належить механізмам капіталоутворення та інвестування. Історія формування ринкових інститутів в Україні, зокрема, фондового ринку, є частиною економічної спадщини, яка визначає можливості й бар'єри подальшого розвитку. Перша хвиля ринкових перетворень господар-

ства України (друга половина XIX – початок XX ст.) забезпечила формування інститутів і механізмів фінансового забезпечення економічного розвитку із суттєвими особливостями та обмеженнями.

Головна закономірність розвитку фондового ринку в Україні в другій половині XIX – на початку XX ст. полягає у провідній ролі в цьому процесі держави, яка виступала ініціатором та активним учасником прискореного формування інститутів фондового ринку та активного впровадження до господарської практики механізмів його функціонування. На початкових етапах становлення фондового ринку державне регулювання скероване на стимулювання розвитку означених інститутів і механізмів за рахунок активної участі держави в процесі запозичень фінансових ресурсів переважно з метою їх використання для потреб державної казни та розвитку найбільш суспільно важливих галузей економіки. На більш пізніх етапах розвитку фондового ринку (остання третина XIX ст.) така політика держави призводить до зміни структури даного ринку, в якому починає домінувати сегмент державних боргових цінних паперів, що своєю чергою збільшує державний борг та знижує ефективність фондового ринку як механізму акумуляції та перерозподілу фінансових ресурсів. Таким чином, з одного боку активне застосування державою практики фінансових запозичень сприяє забезпеченню інвестиційними ресурсами процесів формування господарської системи, з іншого – стає інституційним бар'єром його ефективного розвитку, коли домінування сегменту державних боргових цінних паперів у структурі фондового ринку спричиняє деформацію його ринкових функцій та негативно позначається на організаційному, технічному та ресурсному забезпеченні його функціонування та розвитку.

Розвиток таких інститутів фондового ринку, як банківська та біржова системи, є взаємообумовленим. На перших етапах розвитку фондового ринку біржі стали центрами торгівлі цінними паперами виконуючи функції котирування, арбітражу, посередництва тощо. По мірі розвитку банків, що супроводжувався накопиченням великої кількості фінансових ресурсів, змінювалася і їхня роль у становленні та розвитку вітчизняного фондового ринку. Таким чином, визначено, що недостатній рівень розвитку інститутів і механізмів функціонування фондового ринку в Україні призводить до монополізації банківськими структурами позицій у сфері торгівлі цінними паперами та, як наслідок, до зростання

вартості інвестиційних ресурсів. Результатом стає руйнування механізмів ринкового ціноутворення на фондовому ринку та зниження рівня довіри інвесторів до його інструментів. Таким чином, створюються інституційні бар'єри входження на фондові ринки дрібних емітентів, які, будучи позбавленими можливості доступу до фінансових ресурсів більш низької вартості, змушені звертатися до такого джерела інвестування як банківські кредити, вартість яких в Україні залишається зависокою і до нині.

Перспективи подальших досліджень пов'язані з розкриттям особливостей та наслідків застосування радянських механізмів капіталоутворення у період становлення та функціонування централізовано-планової економічної системи.

1. Голубка С.М. Інституціалізація фінансового господарства України (історична ретроспектива): монографія / Держ. навч.-наук. установа «Акад. фінанс. упр.». Київ: ДННУ Акад. фінанс. упр., 2013. 452 с.
2. Голубка С.М. Методологічні засади дослідження історії фінансового господарства України. *Фінанси України*. 2013. № 10. С. 110-122. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2013_10_11.
3. Голубка С.М. Інституціональні засади дослідження розвитку фінансового господарства України. *Історія народного господарства та економічної думки України.* 2014. Вип. 47. С. 271-284. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ingedu_2014_47_19.
4. Бенедисюк Д.І., Голубка С.М. Ринок цінних паперів в Україні: ретроспектива становлення і пріоритети розвитку. *Економічний вісник університету*. 2016. Вип. 30(1). С. 146-152. URL: http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecvu_2016_30(1)_23.
5. Підприємництво в Україні: історико-інституційний аналіз: монографія / [В.В. Небрат, Н.А. Супрун та ін.]; за ред. д.е.н. В.В. Небрат; НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ: ТОВ «Афіна», 2019. 532 с.
6. Українська економічна думка про чинники та пріоритети економічного розвитку: монографія / [В.В. Небрат, Н.А. Супрун та ін.]; за ред. д.е.н. В.В. Небрат; ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». Київ:, 2014. 396 с.
7. Небрат В., Горін Н. Дослідження фінансових механізмів радянської індустріалізації в українській економічній літературі. *Галицький економічний вісник.* 2012. № 4(37). С. 112-123. URL: https://www.researchgate.net/publication/326572979_Doslidzenna_finansovih_mehanizmiv_radanskoi_industrializacii_v_ukrainskij_ekonomicnij_literaturi.

8. Гордіца К.А., Сливка Т.О. Структурні перетворення в Україні у контексті розвитку міжнародних економічних відносин: історичний вимір. *Економіка України*. 2020. № 2. С. 80-96. doi: https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.02.080.
9. Корніяка О.В. Особливості структури вітчизняного фондового ринку другої половини XIX – початку XX ст. *Ефективна економіка*. 2011. № 7. URL: http://www.economy.nayka.com.ua.
10. Корніяка О.В. Особливості функціонування інституту бірж на українських землях у другій половині XIX – на початку XX ст. *Історія народного господарства та економічної думки України.* 2011. Вип. 44. С. 171-179.
11. Небрат В.В., Гордіца К.А., Горін Н.О. Структурні та фінансові ризики капіталізації землі: уроки вітчизняної історії. *Економіка і прогнозування.* 2020. № 3. С. 75-96. doi: https://doi.org/10.15407/eip2020.03.075.
12. Шинкарук Л.В. Особливості розвитку процесу нагромадження основного капіталу в Україні. *Економічна теорія*. 2006. № 1. С. 80-93.
13. Небрат В., Корніяка О. Особливості механізмів капіталоутворення та інвестування в Україні як чинник фінансових ризиків в умовах війни та післявоєнного періоду. *Міжнародний науковий журнал «Грааль науки»*. 2022. № 16. С. 31-34. doi: https://doi.org/10.36074/grail-of-science.17.06.2022.001.
14. Корніяка О.В. Питання становлення та розвитку фондового ринку України у вітчизняній економічній літературі кінця XIX – початку XX ст. *Історія народного господарства та економічної думки України*. 2008. Вип. 41. С. 261-270. URL: http://politics.ellib.org.ua/pages-5814.html.
15. Туган-Барановский М.И. Значение биржи в современном хозяйственном строе. *Банковая энциклопедия* / под общ. ред. Л.Н. Яснопольского. 1916. Т. 2. С. 24-39.

References

1. Holubka, S.M. (2013). Institutionalization of the financial economy of Ukraine (historical retrospective). Kyiv: DNNU Akad. finans. upr. [in Ukrainian].
2. Holubka, S.M. (2013). Methodological principles of the study of the history of the financial economy of Ukraine. *Finansy Ukrainy - Finance of Ukraine*, 10, 110-122. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/Fu_2013_10_11 [in Ukrainian].

3. Holubka, S.M. (2014). Institutional foundations of the study of the development of the financial economy of Ukraine. *Istoriia narodnoho hospodarstva ta ekonomichnoi dumky Ukrainy - History of Economics and Economic Thoughts of Ukraine*, 47, 271-284. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/ingedu_2014_47_19 [in Ukrainian].
4. Benedysiuk, D., Holubka, S. (2016). Securities market in Ukraine: retrospective of formation and priorities of development. *Ekonomìčnij vìsnik unìversitetu - Economic Bulletin of the University*, 30(1), 146-152. Retrieved from http://nbuv.gov.ua/UJRN/ecvu_2016_30(1)_23 [in Ukrainian].
5. Entrepreneurship in Ukraine: historical and institutional analysis: monograph (2019) / [V.V. Nebrat, N.A. Suprun and others]; for order. d.e.n. V.V. Nebrat; Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv. Retrieved from http://ief.org.ua/docs/mg/314.pdf [in Ukrainian].
6. Nebrat V.V. (red.). (2014). Ukrainian economic thought of the factors and priorities of economic development: monograph / Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine. Kyiv [in Ukrainian].
7. Nebrat, V., Horin, N. (2012). The research of financial mechanisms of soviet industrialization in Ukrainian economic literature. *Halytskyi ekonomichnyi visnyk - Galician Economic Bulletin*, 4(37), 112-123. Retrieved from https://www.researchgate.net/publication/326572979_Doslidzenna_finansovih_mehanizmiv_radanskoi_industrializacii_v_ukrainskij_ekonomicnij_literaturi [in Ukrainian].
8. Gorditsa, K., Slyvka, T. (2020). Structural transformations in Ukraine in the context of the development of international economic relations: historical dimension. *Ekonomika Ukrainy - Economy of Ukraine*, 2, 80-96. doi: https://doi.org/10.15407/economyukr.2020.02.080 [in Ukrainian].
9. Korniyaka, O. (2011). Peculiarities of the structure of the domestic stock market in the second half of the 19th and early 20th centuries. *Efektyvna ekonomika - Efficient economy*, 7. Retrieved from http://www.economy.nayka.com.ua [in Ukrainian].
10. Korniyaka, O. (2011). Peculiarities of the functioning of the stock exchange institute on Ukrainian lands in the second half of the 19th - at the beginning of the 20th century. *Istoriia narodnoho hospodarstva ta ekonomichnoi dumky Ukrainy - History of Economics and Economic Thoughts of Ukraine,* 44, 171-179 [in Ukrainian].
11. Nebrat, V.V., Gorditsa, K.A., Gorin, N.O. (2020). Structural and financial risks of land capitalization: lessons of national history.

Ekonomika i prohnozuvannya - Economy and forecasting, 3, 75-96. doi: https://doi.org/10.15407/eip2020.03.075 [in Ukrainian].
12. Shynkaruk, L.V. (2006). Peculiarities of the development of the process of accumulation of fixed capital in Ukraine. *Ekonomichna teoriia - Economic theory*, 1, 80-93 [in Ukrainian].
13. Nebrat, V., Korniyaka, O. (2022). Peculiarities of mechanisms of capital formation and investment in Ukraine as a factor of financial risks in the war and post-war period. *Hraal nauky - Grail of Science*, 16, 31-34. doi: https://doi.org/10.36074/grail-of-science. 17.06.2022.001 [in Ukrainian].
14. Korniyaka, O.V. (2008). The question of the formation and development of the stock market of Ukraine in the domestic economic literature of the end of the 19th and the beginning of the 20th centuries. *Istoriia narodnoho hospodarstva ta ekonomichnoi dumky Ukrainy - History of Economics and Economic Thoughts of Ukraine,* 41, 261-270 Retrieved from http://politics.ellib.org.ua/pages-5814.html [in Ukrainian].
15. Tuhan-Baranovskyi, M.Y. (1916). The importance of the stock exchange in the modern economic system. In L.N. Yasnopolskyi, (Ed.), *Banking Encyclopedia*, Vol. 2 [in Russian].

Стаття надійшла до редакції 25 жовтня 2023 р.