

СТАНОВЛЕННЯ МІЖНАРОДНОГО РИНКУ ЦІННИХ ПАПЕРІВ У ХІХ – НА ПОЧАТКУ ХХ СТ.: ПЕРЕДУМОВИ ТА ЕКОНОМІЧНА СУТНІСТЬ

Розглянуто історію виникнення міжнародного ринку цінних паперів у ХІХ ст. з основним центром у Лондоні. Показано значення основних чинників інтернаціоналізації ринку – технологічних інновацій, появу нових фінансових інструментів, розвитку бірж і нових засобів зв'язку

Вступ. Сучасні ринки цінних паперів не є замкненими, вони інтегровані у складну систему міжнародних зв'язків, які утворюють своєрідний “ландшафт” світового ринку цінних паперів і визначають розподіл функцій між учасниками цього ринку – така інтегрованість виникла протягом історії ринків цінних паперів поступово.

Тому аналіз історії ринку цінних паперів важливий для розуміння його сучасного стану і визначення можливих тенденцій подальшого розвитку, що і визначає актуальність описаного в статті дослідження.

Адже проблема полягає у тому, що закономірності становлення міжнародного ринку цінних паперів за сучасних умов глобалізації є основним чинником інтернаціоналізації та інтеграції національних ринків у глобальний.

Постановка проблеми. Цій проблемі присвячено праці таких авторів, як Л. Белз, Дж. Бескін, Дж. Гелбрейт, Н. Даунінг, Г. Колоножников, В. Кравець, Б. Ческідов, Р. Міші, П. Міранті, Р. Селлівен, Р. Сілла, П. Спісер, Н. Фергюсон та ін., у яких описані основні етапи становлення міжнародного ринку цінних паперів у ХІХ – на початку ХХ ст., однак закономірності становлення такої міжнародної системи чітко не визначені і залишаються не повністю вивченими. Тому метою дослідження, описаного у статті, був аналіз історії становлення міжнародного ринку цінних паперів і виявлення основних чинників, які сприяли цьому.

Результати. Четверта війна Нідерландів з Англією (1780-1784 рр.) мала негативний вплив на всю нідерландську економіку, яка остаточно перестала мати провідне у Європі значення у час французької революції і наполеонівських війн. Після ліквідації у 1800 р. Ост-Індської компанії, а також загального зниження значення Амстердаму як фінансового центру провідне місце у торгівлі цінними паперами займає **Лондон**, де були запозичені методи функціонування ринку цінних паперів Амстердама.

Під впливом голландської фінансової системи в Англії, у 1688 р. відбулася так звана “фінансова революція” після того як було законодавчо визнано, що державний борг не є боргом фізичної особи – короля. У виданому законі (Promissory Notes Act) зазначалося, що всі боргові зобов'язання можуть передаватися, а відповідні цінні папери можуть перебувати в обігу на ринку. У 1694 р. за зразком *Amsterdamsche Wisselbank* було створено *Bank of England*, а унаслідок релігійних війн у Європі кінця ХУІІ ст. в Англію емігрувало багато фінансистів, зокрема амстердамські банкіри з великими капіталами, що допомогло створенню нової англійської економічної системи. У 1690-і роки в Англії виникає достатньо активний ринок цінних паперів – насамперед, державних облігацій, а також акцій та ануїтетів. Цей ринок з початку свого існування був міжнародним, що визначило подальші тенденції його розвитку.

Банкрутства ХУІІІ ст. – крах Ост-Індської компанії або британської компанії Південних Морів у 1720 р.¹ спричинили значні збитки (після чого в Англії було прийнято перший закон про спекуляцію акціями – *Bubble Act 1720 p.*), але це не загальмувало активного розвитку ринку цінних паперів, на

якому на початку ХІХ ст. визначилися три основні центри – біржі в Лондоні, Нью-Йорку і Парижі.

Лондонська біржа (*London Stock Exchange*) була заснована ще у 1554 р., а після перемоги Англії у конкурентній боротьбі з Голландією за пріоритет у морській торгівлі та зниження значення амстердамської біржі з початку ХІХ ст. лондонська біржа стала основним центром міжнародного ринку цінних паперів [1].

У **Нью-Йорку** торгівля цінними паперами активізувалася з кінці ХУІІІ ст.². На початку ХІХ ст., коли Лондон став провідним фінансовим центром, зросло значення ринків цінних паперів у США і виникли біржі у Нью-Йорку, Балтіморі, Філадельфії та Бостоні³. У 1817 р. в Нью-Йорку було створено приватну асоціацію з 19 осіб – *The New York Stock Exchange Board*, однак спершу угоди на цій біржі були нечисленними (у березні 1830 р. котирувався лише 31 цінний папір) і укладалися тільки з надійними державними цінними паперами і акціями банків. Активізувалася торгівля цінними паперами на Нью-йоркській біржі після 1830 р., коли почалося масове будівництво залізниць і на ринку з'явилася велика кількість акцій залізничних компаній. У 1848 р. Нью-йоркська біржа одержала сучасну назву – *New York Stock Exchange (NYSE)* і ця біржа залишається одним з найважливіших центрів світового ринку цінних паперів.

На виникнення і подальший розвиток ринку цінних паперів у США (найбільшому зараз обсягом операцій) мав значний вплив спосіб організації фінансової системи. Американській системі (порівняно з британською) з самого початку її історії була властива підвищена децентралізація. Це робило її більш нестабільною, але водночас сприяло акумуляції капіталів – вже у 1830 р. кількість компаній, що проводили у США операції на ринку цінних паперів (226) перевищила кількість таких компаній в Англії (206)⁴, де вони почали створюватися набагато раніше. Як відзначає Н. Фергюсон, принциповою відмінністю, яка мала вплив на всю подальшу історію фінансового ринку та ринку цінних паперів США, була

² Спекуляція цінними паперами почалася у північноамериканських колоніях ще до створення США – добре відома історія краху у 1717 р. *Mississippi Company* (однієї з популярних у той час “колоніальних компаній”, таких як *Company of Senegal*, *Company of China*, *Company of Santo Domingo* та ін.) (Velde F. Was John Law's System a bubble? The Mississippi Bubble revisited / F. Velde // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 99-120), створеної в Луїзіані, французькій колонії Джоном Лоу (детальніше про Дж. Лоу див.: Murphy A. John Law. Innovation Theorist and Policymaker / A. Murphy // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 225-238). Спершу була завищена ціна на акції компанії унаслідок нереалістичних очікувань великих прибутків, потім ціна на акції різко знизилася, спричинивши значні збитки їх власникам.

³ Виникнення ринку цінних паперів у США проаналізоване у статті: Downing N.W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N.W. Downing // *The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets* / Ed. by W. N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271-298.

⁴ Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 224-225; Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870-1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // *The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present* / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262-294.

¹ Так званий *South Sea bubble*, коли ціна на акції компанії зростає від 128 фунтів на початку року до 1000 фунтів в середині року, після чого компанія стала банкрутом (Smith M. A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – P. 24-25. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – p. 42; Galbraith J. A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – P. 44–49); Кравець В.М. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / В.М. Кравець, О.В. Кравець. – К.: Знання-Прес, 2003. – С. 228-231.

відсутність центрального банку, подібного до Bank of England; організована у 1913 р. Федеральна резервна система (ФРС) також не була центральним банком. У США було поставлено експеримент зі створення повністю приватної банківської системи на основі ринкових конкурентних принципів, чому сприяв Національний акт про банки (National Banking Act) 1864 р., який зменшував обмеження щодо створення приватних банків. Унаслідок цього кількість банків у США зросла з 12 000 у 1899 р. до 30 000 у 1922 р. [16, р. 57; 59-61]. Однак значна кількість з цих банків мали надто низьку капіталізацію, що посилювало загальну нестабільність фінансової системи та ринку цінних паперів США, для яких періодичні кризи були частішим явищем, ніж у країнах Європи, а банкрутство компаній сприймалося як ординарна подія.

Тому на ринку цінних паперів США вже у XIX ст. інвесторів цікавили насамперед акції, що мали реальне забезпечення (заводи, залізниці тощо). Це призвело до появи перших методів визначення надійності цінних паперів і у 1886 р. почав публікуватися індекс Доу-Джонса, у якому спершу було 12 найменувань цінних паперів (переважно акції залізниць). У подальшому оцінка надійності призвела до створення рейтингових агентств.

У Франції *Паризька біржа* була створена у 1724 р., однак протягом XVIII ст. обсяг операцій з цінними паперами на цій біржі був значно менший, ніж в Амстердамі. У 1830 р. у лістингу біржі були акції тільки 30 акціонерних товариств, але у 1881 їх кількість зросла до 810. У 1850 р. торгувалося 50 найменувань іноземних цінних паперів, у 1870 – близько 100⁵.

Зниження значення амстердамської біржі в останні десятиліття XVIII ст. сприяло розвитку біржової активності на *Франкфуртській* і *Віденській біржах* (Віденська вексельна і фондова біржа була заснована у 1771 р.)⁶, а також на *Берлінській біржі* (заснована у 1716 р.). Однак розвивалися ці біржі повільно – у 1804 р. на Франкфуртській біржі котирувалося 26 цінних паперів, і тільки для п'яти з них було визначено курс [8, с. 73]. Фондова біржа в Берліні активізувала діяльність у 1830-х роках. Повільний розвиток австрійських і німецьких бірж пояснюється тим, що в Австрії і Німеччині до другої половини XVIII століття майже не було акціонерних компаній і не мали поширення операцій з акціями, а тому не було потреби у біржах цінних паперів.

У Росії Санкт-Петербурзька біржа була заснована у 1703 р., однак основними учасниками торгів тривалий час були тільки іноземні купці, а до середини XIX ст. ця біржа була суто товарною. Торги цінними паперами почалися на ній у 1860-і роки, що спричинило сплеск спекулятивних операцій наприкінці 1960-х – на початку 1870-х років [9, с. 174-207]. У кінці XVIII ст. були створені Архангельська і Одеська біржі, на початку та середині XIX ст. – Варшавська, Московська, Київська, Харківська біржі. На початку XX ст. у Росії було більше 100 бірж.

Крім розвитку бірж, важливим чинником, який сприяв розвитку ринку цінних паперів у XIX ст., були технологічні інновації, насамперед масове будівництво залізниць, для фінансування якого (так само як для будівництва Суецького і Панамського каналів) створювалися акціонерні товариства та випускалися облигації⁷. Практика використання акціонерного фінансування для будівництва доріг поширилася у Британії ще з кінця XVIII ст., завдяки

чому сформувався сам механізм використання акцій. І коли у 1830 р. британські акціонерні товариства почали будівництво залізниць і випустити свої акції, вони мали широкий попит. У Франції та в Німеччині акції перших компаній, що будували залізниці, зацікавили лише вузьке коло професійних фінансистів. Саме акціонерні товариства, що будували та експлуатували залізниці, мали вирішальне значення для створення масових ринків акцій, що сприяло швидкому розвитку ринку цінних паперів і зростанню обсягів операцій на ньому⁸.

В Російській імперії перші акціонерні товариства виникли ще у XVIII ст., однак їх реальне значення було невеликим; активний розвиток цих товариств почався у середині XIX ст. і його також стимулювало будівництво залізниць⁹.

У середині XIX ст. завдяки швидкому зростанню обсягів емісії акцій у країнах Європи (зокрема, в Німеччині та Австро-Угорській імперії) ринок цінних паперів став важливим джерелом фінансування економіки. У цей час за допомогою розвитку засобів зв'язку (телеграфу, а з 1880 – телефону) міжнародні контакти між ринками цінних паперів окремих країн набули нову якість і почалося формування загальносвітового ринку цінних паперів, на якому почали виникати нові інноваційні інструменти і методи операцій (перші прототипи єврооблігації почав використовувати ще Н. Ротшильд на початку XIX ст.).

Міжнародний ринок цінних паперів виник наприкінці XIX – на початку XX ст., і у 1912-13 рр. обсяг операцій з цінними паперами досяг (у середньому для різних країн) 16,4 % від ВВП – від 41 % у Британії, 26 % у Франції, 19 % у США і 11 % у Німеччині до 2 % у Росії [19, р. 120].

У Росії на початку XX ст., коли обсяги емісії цінних паперів були максимальними, у біржових торгах переважали акції комерційних банків і облигації приватних залізниць, а російські цінні папери брали участь у торгах на Парижській біржі, однак загалом у той час російський ринок цінних паперів мав значення для європейського ринку переважно як реципієнт інвестицій.

У цей час швидко зростає значення ринку цінних паперів США. ВВП у США за період 1899-1929 рр. зріс від 17,4 млрд. дол. до 103,1 млрд. дол., а додана вартість промислової продукції підвищилася з 4,7 млрд. дол. до 30,6 млрд. дол.). Акумуляція акціонерних капіталів американськими корпораціями призвела до того, що вони почали інвестувати фінансові ресурси в інші країни, і США стали основним міжнародним інвестором – у 1914 р. обсяг цих інвестицій досяг 2,65 млрд. дол. [26, р. 355]. При цьому вже на початку XX ст. у США все більшу увагу привертала проблема стабільності ринку цінних паперів (після біржової паніки у 1907 р. Конгрес вирішив у 1913 р. створити Федеральну резервну систему – Federal Reserve System). У європейських країнах зростання ринків цінних паперів було не таким активним, але і там виник

⁸ В історії акціонерних товариств XIX ст., створених для будівництва залізниць і каналів, було чимало випадків спекуляції і банкрутств (зокрема, у Франції хвилі таких банкрутств відзначалися у 1847, 1857 і 1882 рр.). Механізм банкрутств був однаковий – нереалістичні очікування значних прибутків, спекулятивний попит на акції залізниць і каналів, завищення ціни акцій, потім її різке падіння і зниження попиту). Численні банкрутства XIX ст. допомогли учасникам ринку усвідомити, що в основі стабільного функціонування ринку цінних паперів, як і всього фінансового ринку має бути взаємна довіра, що може спиратися тільки на достовірну й повну інформацію про учасників ринку.

⁹ Детальніше див.: Гиндин І.Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948; Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861-1892 годы) / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1960. – С. 191-198; Каминка А.И. Акционерные компании: Юридическое исследование / А.И. Каминка. В 2 т. Т. 1. – СПб., 1902; Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях / И.Т. Тарасов. – К: Университетская типография, 1878 (репринт – М.: Статут, 2000); Экономическая история России (с древнейших времен до 1917 г.): Энциклопедия: В 2 т. Т. 1. – М.: Российская политическая энциклопедия, 2008. – С. 60; Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б.М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – С. 106-22.

⁵ Spieser P., Belze L. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 340; Банковая энциклопедия. В 2 т. Т. 2. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. / Под ред. Л.Н. Яснопольского. – К.: Изд-во Банковой энциклопедии, 1917. – С. 98-102.

⁶ Детальніше див.: Банковая энциклопедия. В 2 т. Т. 2. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. / Под ред. Л.Н. Яснопольского. – К.: Изд-во Банковой энциклопедии, 1917. – С. 155-168.

⁷ Кредит и Банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б.В. Ананьич, М.И. Арефьева, С.Г. Беляев и др. – СПб.: Изд-во С. – Петерб. ун-та, 2005. – С. 191-197; Колоножников Г.М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. В 2 ч. Ч. 1. – М.: КНОРУС, 2004. – С. 42-47.

надлишок фінансових ресурсів, які можна було інвестувати в економіку інших країн¹⁰.

Після Першої світової війни значення ринку цінних паперів США зросло ще більше, оскільки економічна система цієї країни, на відміну від Європи, не постраждала від війни. Про швидкість зростання ринку цінних паперів США свідчить те, що у 1900 р. щорічний обсяг операцій з цінними паперами на Нью-Йоркській біржі NYSE становив 159 млн. дол., а у 1929 р., напередодні кризи – 1,1 млрд. дол. Особливістю цього періоду було зростання значення ринків акцій (раніше акції перебували в обігу переважно серед обмеженого кола підприємців) [13, р. 167, 177]. Вартість акцій, що перебували в обігу на ринку в США, зросла з 405 млн. дол. у 1910 р. до 9,4 млрд. у 1929 р. У цей час у США виникають великі акціонерні корпорації, чому сприяли такі технологічні інновації, як створення автомобільного двигуна і розвиток електротехніки. Ці корпорації потребували великого обсягу акціонерного фінансування, а випущені ними цінні папери сприяли активній динаміці ринку цінних паперів у США в 1920-і роки.

Ще одним чинником активізації у цей час ринку цінних паперів було зростання масового споживання. Найбільше товарний ринок масового споживання на початку ХХ ст. був розвинений у США, де перші автомобілі були достатньо дешевими, щоб їх могли купувати фермери (у 1926 р. на 1000 мешканців у США припадало 126 автомобілів, у Британії – 15, у Франції – 13, у Німеччині – 3). Крім недостатнього обсягу ринку масового споживання у країнах континентальної Європи розвиток ринків цінних паперів там стримувало те, що ці ринки були переважно облігаційними, а їх учасники з недовірою ставилися до ринків акцій (на відміну від учасників ринку у США та Британії).

Підйом на ринках цінних паперів стимулювало також удосконалення системи розкриття інформації про фінансовий стан учасників ринку. Зокрема, у Британії вимоги до розкриття інформації виникли ще на початку ХІХ ст. з метою допомогти судам у розгляді спірних питань. Формалізовані ці норми були у 1831 р., коли виник інститут незалежних аудиторів, а закон про компанії (Companies Act) 1844 р. зобов'язував користуватися послугами цих аудиторів.

На початку ХХ ст. стало очевидним, що кризи на ринку цінних паперів (які почастішали з кінця ХІХ ст.) є невід'ємним аспектом його розвитку. У 1889 р. виникла криза, пов'язана з акціям компаній, що видобували мідь; у 1995 – компанії, що видобували золото. У період між 1899 по 1904 відбулася загальносвітова фінансова криза, внаслідок чого обсяг міжнародних інвестицій на ринках цінних паперів знизився (хоча після 1904 р. він знову швидко підвищився). У жовтні 1907 р. почалася нова криза, пов'язана з компаніями, що видобували мідь; ця криза переросла у загальну банківську кризу, спричинену великою кількістю незабезпечених ризикованих кредитів (зокрема, кредитів на придбання цінних паперів) і надто великою кількістю нових банків, які не мали надійного фінансового забезпечення. Наслідки цієї кризи були настільки значні, що ВВП у США знизився на 8%; ці наслідки відчувалися до початку Першої світової війни.

Після закінчення Першої світової війни загальний ландшафт світового ринку цінних паперів змінився – Європа перетворилася з кредитора на боржника. До того ж, на Міжнародній конференції в Генуї (1922 р.) було визнано, що використання золота як універсального еквіваленту втратило своє значення через нерівномірність розподілу

золотих запасів між країнами, що були основними учасниками міжнародної торгівлі. За цих умов зростає потреба в активізації міжнародних інвестицій, і на початку 1920-х рр. визначилося два основних міжнародних інвестори – США і Британія, які менше постраждали від Першої світової війни. З 1920 по 1929 р. ці країни вкляли у міжнародні інвестиції приблизно по 11, 5 млрд. дол.).

У 1920-і роки, час економічного підйому, у США і у деяких країнах Західної Європи виникли великі індустріальні об'єднання – картелі, і зріс обсяг виробництва. Однак однією з особливостей цього періоду була значна диспропорція між стрімким розвитком виробництва і повільним зростанням споживання (світове виробництво зросло у 1920-1930 рр. на 42%, а обсяг міжнародної торгівлі товарами – тільки на 13%). Саме цим пояснюється тенденція до надмірного зловживання кредитами (які використовувалися з метою активізувати споживання), що зрештою привело до кризи 1929 р. і тривалого періоду економічного спаду в 1930-і роки.

Спекулятивний кредитний "бум" почав наростати ще з 1926 р. – заощадження населення зросли (у США 6% громадян стали власниками цінних паперів) і багатьох приваблювала можливість одержати прибутки за допомогою акцій, пов'язаних з новими на той час технологіями – автомобільною та авіаційною промисловістю, а також електро-радіотехнікою [21, р. 5-47]. Прибутковість акцій у США постійно зростала – з 1926 по 1929 рр. вона збільшилася з 9,5 до 11,4% [25, р. 117]. Більшість акцій (до 80%), ціна на які була значно завищена, купувалися у кредит (обсяг кредитів зріс від 2,5 млрд. дол. у 1926 р. до 6 млрд. у 1929 р.) [26, р. 363]. Цьому сприяло те, що у США (після обмежень у наданні кредитів на початку 1920-х років) з 1924 р. ФРС змінює політику і стимулює поширення практики кредитування з метою активізувати економічний розвиток¹¹. Крім того, дестабілізуючий вплив мала та важлива обставина, що у США ринок цінних паперів мав тісні зв'язки з грошовим ринком і обсяг інвестицій американських банків в цінні папери досягнув у вересні 1929 р. 6,5 млрд. дол. (для порівняння зазначимо, що обсяг операцій NYSE з акціями зріс з 0,237 млрд. дол. у 1923 р. до 1,125 млрд. у 1929; обсяг операцій з облігаціями залишався у цей час приблизно однаковим, у діапазоні 2,8-3,4 млрд. дол.) [19, р. 183-184].

Надлишок вільних капіталів у США став причиною їх експорту і зростання інвестиційних потоків, спрямованих насамперед у Британію (одна з найбільших у той час британських компаній – дочірній підрозділ американської General Electric, – на 40% належала інвесторам з США). Ці інвестиції стимулювала поява інноваційного на той час інструменту – американських депозитарних розписок (American Depositary Receipts, ADRs), використання яких дозволяло обійти обмеження на міжнародні операції з цінними паперами.

Створення системи інвестиційних трестів, які активізували залучення заощаджень дрібних інвесторів на ринок акцій прибуткових компаній, також спричинило завищення цін на акції та поширення практики купування акцій у кредит. Все це призвело до накопичення критичної кількості ризикованих незабезпечених кредитів, що стало причиною дестабілізації та біржового краху 1929 р., який прогнозував ще Йозеф Шумпетер в опублікованій у 1928 р. (час найвищого економічного підйому) статті "Нестабільність капіталізму"¹². Крім того, Й. Шумпетер висловив важливу думку про принцип "творчого руйнування", невід'ємний від самої природи ринкової економіки – для забезпечення динамізму розвитку ринку старі його форми мають постійно руйнуватися, щоб дати можливість розвиватися інноваціям.

¹⁰ Наприклад, у Франції на початку ХХ ст. надлишок фінансових ресурсів активно інвестувався у створення банків у Росії, Марокко, Болівії, Індокитаї. Однак загалом міжнародні інвестиції у Франції мали у той час менше значення, ніж у США, що пояснюється традиціями – у Франції населення було більше зацікавлене у нагромадженні заощаджень, ніж в інвестуванні цих коштів. Цьому сприяло створення в 1882 р. національної системи ощадних кас. З 1900 по 1913 р. у цих касах було відкрито 4 млн. нових рахунків, серед власників яких 25% – прості робітники з невеликими обсягами заощаджень; загальний обсяг накопичених касами за цей період заощаджень становив орієнтовно 10-15 млрд. дол. (Spieser P., Belze L. Histoire de la finance. Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – P. 357).

¹¹ Відображенням ейфорії на ринку цінних паперів став ажіотажний попит на нерухомість у Флориді і масштабні спекуляції акціями, пов'язані з ім'ям Ч. Понці (Charles Ponzi).

¹² Schumpeter J.A. The Instability of Capitalism / J.A. Schumpeter // Economic Journal. 1928. – Vol. 38. – P.361-386 (http://www.emeraldinsight.com/Insight/manulDocumentRequest.do?hdAction=ref_document_request&r_contentId=0&r_title=The instability of capitalism&r_title=Economic Journal&r_issn=&r_year=1928&r_volume= 38&r_issue=&r_startpage=361-86&r_endpage=&r_publisher=&r_authors=Schumpeter, J.A).

Перші банкрутства почалися ще навесні 1929 р., але крах ринку відбувся у жовтні (кульмінацією став "чорний четвер" 24 жовтня 1929 р., коли на продаж були виставлені 12 млн. акцій, які вже ніхто не хотів купувати). Паніка продовжувалася до середини листопада, а швидкість падіння ринку у 1929 р. нагадувала кризи 1872 і 1907 рр., однак загальні масштаби біржової кризи були значно більшими, так само як і масштаби економічного спаду – "Великої депресії" яка тривала протягом 1930-х років до початку Другої світової війни.

Кризю 1929 р. закінчився період економічного лібералізму, і розпочався період посиленого регулювання ринку цінних паперів (який тривав до 1970-х років), що стало реакцією на економічний спад. На ринку США максимальний спад (до 87% порівняно з 1929 р.) був у 1932 р., а після реформи президента Ф. Рузвельта (обраного у березні 1933 р.) почалося поступове відродження економіки США, однак показники 1929 р. вона досягла тільки у 1954 р., хоча британський ринок цінних паперів, який менше постраждав від кризи, відновив свою активність вже у 1935 р., досягнувши показників докризового 1928 р. і незабаром перевищивши їх.

Реформи Ф. Рузвельта у державному управлінні ринком цінних паперів у США полягали у прийнятті законів, що регулювали діяльність банків і ринків цінних паперів – Securities Act [23] 1933 р., Banking Act (так званий Glass-Steagall Act) [18] 1933 р., Securities and Exchange Act 1933 [24]. Прийняття цих законів стало визнанням того факту, що криза 1929 р. мала найбільш негативні наслідки саме у США з причини недосконалого державного регулювання ринку цінних паперів.

У Британії у цей час подібних реформ у державному регулюванні ринку цінних паперів не було, оскільки ще в законі про компанії 1844 р. були визначені вимоги до розкриття інформації. Крім того, в Британії (унаслідок її участі у Першій світовій війні) в 1920-і роки не було такого активного економічного підйому і спекулятивного буму на ринку акцій як у США. Тому британський ринок цінних паперів загалом не так постраждав від кризи, як американський.

У Франції та інших країнах західної Європи, менше пов'язаних з міжнародними ринками капіталів і цінних паперів, безпосередній вплив біржової кризи 1929 р. був ще меншим, однак економічний спад на початку 1930-х років відзначався у більшості країн. З 1929 по 1932 р. загальносвітове виробництво знизилося на 35 %, а тисячі підприємств, створених під час економічного підйому 1920-х років у різних країнах, були ліквідовані. Унаслідок цього в 1930 р. у США і країнах Західної Європи було 11 млн. безробітних (з них 2 млн. у тільки Німеччині). Наслідки кризи 1929 р. і економічного спаду 1930-х років були такими глибокими насамперед тому, що на міжнародному рівні зусилля різних країн не були узгодженими (з причин політичної конкуренції) і не було країни-лідера, яка могла б координувати антикризові дії.

За таких умов у Німеччині, Італії та Японії, золоті запаси яких були обмеженими (особливо несприятливим був стан німецької економіки, оскільки Німеччина після поразки у Першій світовій війні повинна була сплачувати репарації), а наслідки економічного спаду найтяжчими, виникли авторитарні режими, орієнтовані на повний державний контроль над економікою. Політична напруженість зросла, що призвело до початку Другої світової війни, яка остаточно зруйнувала систему міжнародних економічних і фінансових зв'язків.

Висновки та перспективи подальших досліджень.

Таким чином, міжнародний ринок цінних паперів став формуватися на початку XIX ст. після поразки Нідерландів у війнах з Англією, коли Амстердам втратив значення провідного фінансового центру. Таким центром став Лондон, де були запозичені з Амстердаму всі фінансові інновації, які набули на британському ринку подальшого розвитку. До того ж, значення Нідерландів як колоніальної держави знизилося, а Британії – підвищилося, після чого у XIX виникла Британська імперія. Інтереси британської торгівлі поширювалися на всі регіони світу, і тому англійський ринок цінних паперів з початку XIX ст. орієнтувався на міжнародний масштаб, тому саме Лондон

став основним центром міжнародного ринку цінних паперів. Цей ринок активно розвивався протягом XIX ст. (особливо динамічним цей розвиток був у США), і на початку XX ст. міжнародний ринок цінних паперів став важливими джерелом фінансування економіки, а основні учасники цього ринку (зокрема, США і Британія) почали активно інвестувати надлишок вільних капіталів у економіку інших країн. Однак цей ринок, на відміну від сучасного, ще не був глобальним, оскільки значна кількість регіонів світу не брала участь у діяльності цього ринку з причини недостатнього економічного розвитку. Активність на міжнародному ринку цінних паперів XIX – початку XX ст. знизилася після 1929 р. під час періоду економічного спаду, який тривав до Другої світової війни.

Становленню міжнародного ринку цінних паперів у XIX ст. сприяло оптимальне поєднання різних чинників: розвитку бірж і технологічних інновацій XIX ст. – будівництва залізниць і каналів, що потребувало залучення акціонерного капіталу, в тому числі на міжнародних ринках. Крім цього, важливе значення мали такі чинники, як розвиток засобів зв'язку (телеграфу і телефону), а також поява нових фінансових інструментів – прототипів єврооблігацій на початку XIX ст. і депозитарних розписок у 1920-і роки. Вивчення закономірностей поєднання чинників, що сприяють інтернаціоналізації та глобалізації ринків цінних паперів, є напрямом подальших досліджень автора.

Список використаної літератури:

1. Банковая энциклопедия. В 2 т. Т. 2. Биржа. История и современная организация фондовых бирж на Западе и в России. / Под ред. Л.Н. Яснопольского. – К.: Изд-во Банковой энциклопедии, 1917. – 220 с.
2. Гиндин И.Ф. Русские коммерческие банки. Из истории финансового капитала в России / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1948. – 466 с.
3. Гиндин И.Ф. Государственный банк и экономическая политика царского правительства (1861–1892 годы) / И.Ф. Гиндин. – М.: Госфиниздат, 1960. – 415 с.
4. Каминка А.И. Акционерные компании: Юридическое исследование / А.И. Каминка. В 2 т. Т. 1. – СПб., 1902.
5. Колоножников Г.М. Облигации торгово-промышленных акционерных товариществ. В 2 ч. Ч. 1. – М.: КНОРУС, 2004. – 360 с.
6. Кравець В.М. Західноєвропейський банківський бізнес: становлення і сучасність / В.М. Кравець, О.В. Кравець. – К.: Знання-Прес, 2003. – 470 с.
7. Кредит и Банки в России до начала XX века: Санкт-Петербург и Москва / Б.В. Ананьич, М.И. Арефьева, С.Г. Беляев и др. – СПб.: Изд-во С.- Петерб. ун-та, 2005. – 667 с.
8. Кулишер И.М. История биржи / И.М. Кулишер // Банковая энциклопедия в 2 т.: Т. 2. Биржа. – К.: Издательство банковой энциклопедии, 1917.
9. Лизунов П.В. Санкт-Петербургская биржа и российский рынок ценных бумаг (1703–1917 гг.) / П.В. Лизунов. – СПб.: Изд-во "Русско-Балтийский информационный центр "Блиц", 2004. – 576 с.
10. Тарасов И.Т. Учение об акционерных компаниях / И.Т. Тарасов. – К.: Университетская типография, 1878 (репринт – М.: Статут, 2000). – 666 с.
11. Ческидов Б.М. Развитие банковских операций с ценными бумагами / Б.М. Ческидов. – М.: Финансы и статистика, 1997. – 336 с.
12. Экономическая история России (с древнейших времен до 1917 г.): Энциклопедия: В 2 т. Т. 1. – М.: Российская политическая энциклопедия, 2008. – 1470 с.
13. Baskin J.B., Miranti P.J. A History of Corporate Finance / J.B. Baskin, P.J. Miranti. – Cambridge: Cambridge University Press, 1997. – 350 p.
14. Downing N.W. Transatlantic Paper and the Emergence of the American Capital Market / N.W. Downing // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 271-298.
15. Ferguson N. The First "Eurobonds". The Rothschild and the Financing of the Holy Alliance / N. Ferguson // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 313-326.
16. Ferguson N. The

- Ascent of Money. A Financial History of the World / N. Ferguson. – N.Y.: The Penguin Press, 2008. – 441 p.
17. Galbraith J.A Short History of Financial Euphoria / J. Galbraith. – N. Y.: Whittle – Penguin Books, 1994. – 113 p.
18. Glass-Steagall Act (http://en.wikipedia.org/wiki/Glass-Steagall_Act).
19. Michie R. The Global Securities Market. A History / R. Michie. – Oxford: Oxford University Press, 2006. – 395 p.
20. Murphy A. John Law. Innovation Theorist and Policymaker / A. Murphy // The Origins of Value. The Financial Innovations That Created Modern Capital Markets / Ed. by W.N. Goetzmann, K.G. Rouwenhorst. – Oxford: Oxford University Press, 2005. – P. 225-238.
21. Parrish M. Anxious Decades / M. Parrish. America in Prosperity and Depression, 1920–1941. – 529 p.
22. Schumpeter J.A. The Instability of Capitalism // Economic Journal. 1928. – Vol.38. – P. 361-386 (http://www.emeraldinsight.com/Insight/manulDocumentRequest.do?hdAction=ref_document_request&r_contentId=0&r_title=The_instability_of_capitalism&r_title=EconomicJournal&r_issn=&r_year=1928&r_volume=38&r_issue=&r_startpage=361-86&r_endpage=&r_publisher=&r_authors=Schumpeter,J.A).
23. Securities Act Of 1933 (<http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>).
24. Securities Exchange Act Of 1934 (<http://www.sec.gov/about/laws/sea34.pdf>).
25. Smith M.A History of the global stock market. From Ancient Rome to Silicon Valley / M. Smith. – Chicago: University of Chicago Press, 2004. – 344 p.
26. Spieser P., Belze L. Histoire de la finance: Le temps, le calcul, et les promesses / P. Spieser, L. Belze. – P.: Vuibert, 2005. – 559 p.
27. Sullivan R. Regulatory changes and the development of the US banking market, 1870–1914: A study of profit rates and risk in national banks / R. Sullivan // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 262-294.
28. Sylla R. Comparing the UK and US financial systems, 1790–1830 / R. Sylla // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 209-240.
29. Velde F. Was John Law's System a bubble? The Mississippi Bubble revisited / F. Velde // The Origins and Development of Financial Markets and Institutions. From the Seventeenth Century to the Present / Ed. by J. Attack, L. Neal. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – P. 99-120.

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – доктор економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету, заслужений економіст України

Наукові інтереси:

- економічна безпека України;
- теорія і практика венчурного інвестування;
- венчурні інвестиції як фактор підвищення економічної безпеки держави