

ЗАКОНОМІРНОСТІ ТА ТЕНДЕНЦІЇ НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ В КРАЇНАХ СИСТЕМНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ

В даній статті досліджено основні особливості та проблеми нагромадження капіталу в постсоціалістичних країнах Європи.

This article deals with the main peculiarities and problems of capital accumulation in the european postsocialist countries.

У 90-х роках у країнах Центральної і Східної Європи (ЦСЄ) обрано шлях системної трансформації економіки. Деякі країни ступили на нього раніше. Зокрема, Югославія – у 1948 р., Угорщина – у 1956 р., у 1968 р. – Чехія. Він передбачає перехідний період реформування адміністративно-планової системи і створення ринкової економіки.

За останні десятиліття Європа розділилась на три частини за рівнем економічного і соціального розвитку: Західна Європа, Центрально-Східна Європа і Пострадянська або Дальня Європа в складі Росії, України, Білорусії і Молдови [7, с. 3]. Ці три регіони якісно відрізняються між собою з таких характеристик як ступінь просування до зрілої ринкової соціально орієнтованої економіки і розвитку ринкових відносин, за життєвим рівнем населення, темпами зростання валового внутрішнього продукту (ВВП) і нагромадження капіталу. Лідируючі позиції, звісно, займає Західна Європа, Центрально-Східна наздоганяє її. Постсоціалістична – знаходиться далеко позаду, тому повинна враховувати помилки своїх сусідів і запозичувати досвід економічних і суспільних перетворень, який може бути корисним для розбудови економіки України.

В економічній літературі надається достатня увага дослідженню трансформаційних перетворень в постсоціалістичних країнах [1; 2; 3; 4]. Разом з тим, проблеми нагромадження капіталу в умовах трансформації економічних систем висвітлені недостатньо, тому потребують подальшого аналізу.

Метою статті є дослідження основних аспектів нагромадження капіталу в країнах Центрально-Східної Європи.

Слід відмітити, що економіка Східноєвропейських країн була багатогалузевою. Промисловість створювалася на основі концепції соціалістичної економічної інтеграції, тому країни виявились занадто індустріалізованими. Проте матеріальна база реального економічного сектору знаходиться у відстальному технологічному стані. Продукція була морально застарілою і досить ресурсомісткою. В кількісному відношенні технічна інфраструктура задовільна, проте потребує значних інвестицій для модернізації і реконструкції, технічного переозброєння.

За роки ринкових перетворень економіка країн Центральної і Східної Європи розвивається прискореними темпами. Разом з тим обсяг ВВП цих країн перевершив докризовий рівень (1990 р.) через чотири роки в Польщі, через п'ять – у Словенії. Інші країни досягли вказаного рубежу через десять років: Словачія і Албанія – у 1999 р., Угорщина і Хорватія – у 2000 р. Із республік колишнього Радянського Союзу лише Узбекистан та Естонія у 2001 р. перевищили за обсягом ВВП рівень 1990 р. [6, с.122–167]. Це є свідченням того, що найбільш складне завдання полягає не стільки у збільшенні сукупного обсягу інвестування, а в забезпеченні зростання ефективності капітальних вкладень.

Слід зазначити, що темпи зростання ВВП суттєво прискорились в усіх десяти країнах, що у травні 2004 року стали членами ЄС. Зокрема, цей показник на душу населення в Литві у 2005 р. в порівнянні з 1997 р.

збільшився на 13,8%, у Латвії – на 13,3%, в Словенії – на 10,5, в Словаччині – на 7,8%, в Естонії – на 6,5%, в Польщі та Чеській Республіці – на 5,9%. У цілому по країнах ЄС-10 він зріс із 44,3 до 52,1% від рівня ВВП у країнах ЄС-15 [10, с. 11]. Серед країн ЦСЄ звертають на себе увагу високі, хоча нестабільні темпи економічного зростання в країнах Балтії, котрі значно перевищують середні темпи росту як ЄС-10, так і ЄС-15.

Використовуючи існуючі конкурентні переваги, виробники ЄС – 10 формують нові інтегровані виробничі системи з метою організації досліджень, розробок, виробництва та обслуговування відповідних галузей. Орієнтація на попит Єдиного внутрішнього ринку ЄС сприяє дифузії передових технологій в їх економіках, активно формує виробництва третього та четвертого технологічних укладів. Так, у 1995–2001 рр. всі країни – кандидати на вступ до ЄС – значно підвищили свій індекс технологічного розвитку за оцінками ЮНКТАД та увійшли до групи країн із найвищою інноваційною активністю.

Внутрішні фінансові ресурси були обмеженими для підвищення технологічного рівня національних економік цих країн, тому у 2004 р. накопичений обсяг прямих іноземних інвестицій (ПІІ) досягнув 191 млрд. євро, або 40% відповідного сумарного показника валового національного продукту країн – членів Союзу. Питома вага філій іноземних компаній у прикладних науково-дослідних розробках у Чехії, Угорщині, Польщі, Словаччині зросла з 9,3 до 41,3% у 1993-2003 рр. [10, с. 11].

Виходячи з того, що у більшості промислово розвинутих країн (у державах Євросоюзу і в США) ВВП на душу населення, підрахований за паритетом купівельної спроможності, наближається до 30 тис. дол., варто поставити запитання, у скільки разів цей показник повинен вирости у постсоціалістичних країнах, щоб у майбутньому досягти нинішнього рівня країн-лідерів. Відповідь на це запитання може бути різною – від двохкратного зростання у випадку найбільш розвинених країн (наприклад, Словенії, де на кінець ХХ ст. ВВП на душу населення становив майже 15 тис дол) до 40-кратного – для найменш розвинутого в економічному відношенні Таджикистану, де даний показник не досягнув і 800 дол [5].

Проаналізуємо темпи росту капіталовкладень в економіку країн ЦСЄ. Три країни ЦСЄ – Латвія, Словачія і Румунія лише у 2004 р. досягли рівня 1989 р. за обсягом капітальних вкладень у свою економіку. Що ж стосується Польщі і Угорщини, то обсяг їх капітальних вкладень перевершив рівень 1989 року уже у 2003 р. відповідно на 49 та 56%. Проте в цілому темпи росту капітальних вкладень у країнах ЦСЄ перевищували динаміку цього показника в країнах Західної Європи, що сприяло зростанню норми нагромадження [6, с. 137; 7, с. 18].

За роки трансформаційного спаду країни ЦСЄ багато зробили для того, щоб оновити, модернізувати виробничу базу своїх підприємств, що в більшості перетворилися у приватні, по-новому стали оцінювати наявну робочу силу, опираючись на кваліфікованих і мотивованих на якісну працю робітників. Позитивним є й те, що ці країни прискореними темпами стали нагромаджу-

вати соціальний і культурний капітал, як основу економічного зростання і створення сприятливого інвестиційного клімату для залучення іноземних інвестицій.

Динаміка чисельності зайнятих в економіці країн ЦСЄ помітно гірша, ніж в США і Західній Європі, проте приблизно така ж як Росії та Україні. Природно, що при зростанні обсягів виробництва скорочення зайнятості сприяє росту продуктивності праці. Темпи приросту продуктивності праці в країнах ЦСЄ, як правило, перевищували аналогічні темпи у США і Європі. Найкращі здобутки продемонстрували Польща і Румунія. Слід відмітити, що в останні роки Україна і Росія випередили більшість своїх сусідів за цим показником.

Разом з тим, статистичні дані про обсяги внутрішніх інвестицій у країнах ЦСЄ показують, що в перехідних економіках вони були недостатніми для підтримання фізичних обсягів виробництва. Зрозуміло, що не можна очікувати відновлення інвестиційної активності без досягнення економічного зростання, без відновлення джерел фінансування інвестицій – прибутків підприємств і заощаджень домашніх господарств.

Проте слід зазначити, що економічного зростання у 90-ті роки в країнах ЦСЄ було досягнуто не завдяки розширенню виробничих факторів чи впровадженню технологічних змін. О. Гаврилишин відмічає, що скоріше це відбулося завдяки "коригуванню викривлень комуністичного періоду, включно з наблизенням до межі продуктивних можливостей та перерозподілом відповідно до межі продуктивних можливостей з метою досягнення порівняної переваги" [2, с. 89]. А. Ослунд вважає, що не відбувалось також і трансформаційного спаду, якщо виключити із розрахунків випуск непотрібної продукції, котрої чимало виготовлялось в цих країнах при соціалізмі згідно централізовано розроблених і доведених до підприємств планів [9].

Коротко зупинимось на характеристиці закономірностей трансформаційних перетворень і тенденцій нагромадження капіталу в деяких країнах Східної Європи. Зокрема, у **Польщі** економічні трансформації розпочалися у 1989 р. з подальшої лібералізації цін, приватизації державних підприємств, формування ринків факторів виробництва і механізмів конкуренції. Частка приватного сектору виросла з 29% у 1989 р. до 47% у 1992 р., досягнувши майже 70% у 1996 р. Проте держава залишила за собою управління великими приватними підприємства через контрольні пакети акцій.

Приватні підприємства проявили ефективність у модернізації виробництва, виготовленні якісної продукції лише через 7-8 років. Основним джерелом нагромадження основного капіталу стали прямі іноземні інвестиції, які становили в середньому 1335 дол. США на душу населення, хоча цей показник був найменшим серед країн Центральної і Східної Європи. До нагромадження капіталу залучались заощадження населення, заробітна плата якого зросла до 300–400 дол. у місяць [Кудров В. Рыночная трансформация, с.148]. З 1996 р. в Польщі проводиться система реформування соціального забезпечення з метою переукладення частини фінансування цієї системи на бізнес і самих робітників.

Не дивлячись на те, що виріс державний борг – з 39,3 до 42,5% ВВП і рівень безробіття у 2004 р. був найвищим серед країн ЄС і становив 17,7% (табл. 1), основні макроекономічні показники Польщі у 2005 р. значно покращилися у порівнянні з другою половиною 90-х. Так, темпи інфляції скоротились з 15,0% у 1997 до 2,2% у 2005 р. Відсоткова ставка зменшилась майже у 2 рази з 10,7 до 5,2%, що сприяло зростанню попиту на кредитні ресурси і зростанню ділової активності (табл.1). Завдяки зменшенню реальної відсоткової

ставки і ставки податку з корпорацій постійно зростали валові прибутки підприємницького сектору, що сприяло формуванню власних джерел нагромадження капіталу. Серед інвесторів стали переважати оптимістичні очікування. Це відбулося після вступу до ЄС, не дивлячись на високі ризики, пов'язані з нестабільністю політичного середовища. Багато фірм досягли максимального завантаження виробничих потужностей і будуть в подальшому проявляти тенденцію до інвестування і нагромадження капіталу.

У 2006–2011рр. прогнозують високі темпи зростання ВВП: від 2,96 до 4,11%. Рушійною силою повинна стати очікувана активізація інвестиційної діяльності. Інвестиційний бум у 2006-2007 рр. має сприяти згідно прогнозам підвищенню темпів росту інвестицій до 10–15% [1, с. 12–15].

В **Угорщині** одночасно з приватизацією державних підприємств висувались конкретні вимоги по їх реконструкції і реструктуризації. За цим чітко стежило Агентство з приватизації державної власності. Для нагромадження капіталу широко залучався іноземний капітал. Тільки за 1991–1993 рр. в країну інвестовано капіталу на суму приблизно у 5 млрд. дол. Угорщина відрізняється від інших країн ЦСЄ і зараз значною долею в реальному секторі економіки ПІІ [6, с.151].

На відміну від Польщі, в котрій для трансформування економіки використовували модель "шокової" терапії, в Угорщині остання отримала назву градуалістської – моделі поступової трансформації.

Сучасну Угорщину вирізняє значний розмір державного боргу, котрий у 1999 р. становив 60,0% від ВВП і лише у 2005 р. трохи зменшився до 58,4%. Інфляцію за вказаний період вдалося досить приборкати: майже в 5,3 рази. Відсоткова ставка залишається у 2005 р. на рівні 6,6, у той час як у Чехії, Латвії, Литві, Словенії, Словаччині і в цілому по ЄС-15 вона не досягає 4,0% (табл. 1).

У **Чехії** ефективне економічне реформування розпочалося на початку 1991 р. і мало ознаки "шокової" терапії. Приватизація носила ваучерний характер, що сприяло появі значної маси акціонерів і нових менеджерів, зацікавлених у реструктуризації. Для нагромадження основного капіталу внутрішніх джерел було недостатньо, тому залучались ПІІ, рівень яких на душу населення був найвищим серед країн ЦСЄ. Він становив 3710 дол. на душу населення в той час, як середній показник по групі країн становив 2305 дол. Проте рівень нагромадження капіталу стримувався нерозвиненими ринковими інститутами, в тому числі й банківською системою, низькою рентабельністю виробництва тощо.

Помітною наслідком системної трансформації в Чехії є високий рівень доходів населення, чому сприяла виважена соціальна політика чеських реформаторів.

Чеська Республіка протягом 1997–2005 рр. значно покращила свої макроекономічні показники (див. табл. 1). Зокрема інфляція за цей час скоротилась у 5 разів, відсоткова ставка – в 1,8 рази, на один відсотковий пункт скоротився дефіцит державного бюджету, хоча майже у два рази зріс державний борг, котрий складає 30,5% від ВВП. Рівень безробіття такий, як у середньому по ЄС-15.

У **Словаччині** трансформаційний процес відбувався складніше, ніж в Чехії. Рівень інфляції і безробіття, спад рівня ВВП і реальних доходів населення був значно вищим. Проте за 1994-2004 рр. країна продемонструвала високі темпи економічного зростання. За вказаний період ВВП зріс на 51% (у Чехії – на 26%), продуктивність праці, відповідно, на 34 і 28%. Скоротився на 13% по відношенню до ВВП державний борг. Проте рівень безробіття ще сягав 16,4%, тоді як в ЄС-10 – 13,4%, в ЄС-15 – 7,9% (див. табл. 1). У 2006 р. Словацька Респу-

бліка ввійшла в число країн із самими високими темпами росту в ЄС-25. Темпи зростання реального ВВП у першій половині 2006 р. збільшилися з 6,1 до 6,5% [3, с. 73].

Чинниками такої високої макроекономічної ефективності є високий внутрішній і зовнішній попит. Провідний вплив на динаміку зростання внутрішнього попиту здійснив попит на інвестиції, котрий у першій половині 2006 р. піднявся на 11% і прогнозується подальше його зростання. Високими були і темпи росту споживчого попиту – цей показник виріс більше, ніж на 6%, що пов'язано з підвищенням реальної заробітної плати і зайнятості населення. Прогнозується випереджальне зростання валових інвестицій в основний капітал у порівнянні з ВВП: на 0,7% у 2007 і 0,3% у 2008 р. і 0,2% у 2011 роках [3, с. 76–77].

Болгарія, як і інші країни Східної Європи, мала складний шлях формування ринкової економіки. Спочатку було прийняте рішення про проведення поступових реформ, проте уже в 1991 р. перейшли до лібералізації цін і радикальної трансформації. Якщо на початку 1990 р. у приватні руки потрапило лише 4% державних матеріальних активів, то в середині 1997 р. – 18%, а на початку 2000 р. – приватизували 2/3 державних активів.

Захід надавав підтримку модернізації. Проте її рівень був досить незначним. ПІІ у 1989–2003 рр. становили лише 795 дол. США на душу населення, хоча вже в останні роки їх частка становила половину ресурсів, що направлялись на валове нагромадження основного капіталу [8, с. 43–44]. Щоправда, значна частина надходжень іноземного капіталу в країну знову покидала її в формі оплати сировини, що імпортувалась, машин і устаткування. Завдяки активній підтримці МВФ була розпочата реструктуризація промислового виробництва, що оздоровила економіку.

Це забезпечило їй протягом наступного десятиліття високі темпи росту. Разом з тим докризового рівня ВВП Болгарії протягом 1991–2002 рр. так і не вдалося досягти. Вказаний рубіж був подоланий у 2003–2005 рр. Споживач відчув позитивні тенденції в економіці по зростанню своїх доходів, оцінці вітчизняної робочої сили, вирішенню соціальних проблем.

Слід зазначити, що в Болгарії, як і в інших постсоціалістичних країнах, широкого поширення отримало непродуктивне нагромадження капіталу на шкоду виробничому. Це пов'язано як з об'єктивними, так і з суб'єктивними

причинами (наявністю механізму гальмування процесів нагромадження капіталу, дефіцитом товарів і послуг у попередній економічній системі, зростанням доходів населення, відсутністю прогресивного оподаткування доходів, наявністю "тіньової економіки", недовірою діям уряду, невпевненістю у майбутньому, тощо).

Позитивним для нагромадження капіталу в економіці Болгарії є те, що починаючи з 1998 року валове нагромадження основного капіталу перевищує заощадження економічних суб'єктів. До того ж спостерігається зростання вказаної тенденції: якщо у 1999–2004 рр. таке перевищення становило приблизно 4–5%, то у 2005 р. – 10,5%. Норма нагромадження капіталу зросла з 17% у 1998 р. до 25% у 2004–2005 рр. [8, с. 43–44]. Це вселяє надію на формування потенціалу для подальшого економічного зростання країни, що прагне до вступу в ЄС.

Характерною рисою Болгарії є якісний людський капітал. Система освіти і підготовки кадрів володіє великим набором хороших за міжнародними стандартами професій. Молоді болгарські спеціалісти в галузі інформаційних технологій, фінансової справи і медицини користуються попитом за кордоном. І хоча галузева наука ліквідована, проте збереглися наукові школи в сільському господарстві, деяких продуктово-технологічних виробництвах, медицині, художній творчості та в інших галузях.

ВВП на душу населення Болгарії більш, ніж у 15 разів менший, ніж в середньому на жителя ЄС, а середньомісячна заробітна плата майже у 25 разів менша найманого робітника у Німеччині. Болгарія – європейський чемпіон за рівнем безробіття. Застаріла інфраструктура і виробничі технології потребують значних інвестицій для модернізації за європейськими стандартами. Розрахунки експертів свідчать: щоб досягти рівноправного членства в ЄС, інвестиції в болгарську економіку повинні становити не менше 25% ВВП, проте фонди ЄС, що сприяють цьому процесу, передбачають задоволення тільки 4–5% вказаних потреб [Койчев Н.].

За трансформацію в Болгарії заплачена досить висока ціна. Її основні індикатори – бідність і безробіття. За короткий історичний термін соціальне розмежування населення отримало уродливі форми. Сьогодні 20% сімей і громадян, що мають самий високий дохід, володіють 25% національного багатства [4]. Це є свідченням низького рівня відтворення людського і соціального капіталу.

Таблиця 1. Окремі показники макроекономічного розвитку країн – членів ЄС

| Країна | Інфляція | | Відсоткова ставка | | Дефіцит державного бюджету, % від ВВП | | Державний борг, % від ВВП | | Рівень безробіття, % |
|-------------------|----------|------|-------------------|------|---------------------------------------|------|---------------------------|------|----------------------|
| | 1997 | 2005 | 2001 | 2005 | 1999 | 2005 | 1999 | 2005 | |
| Чеська Республіка | 8,0 | 1,6 | 6,3 | 3,5 | -3,6 | -2,6 | 15,8 | 30,5 | 7,9 |
| Естонія | 9,3 | 4,1 | 10,2 | 4,0 | -3,7 | 1,6 | 6,2 | 4,8 | 7,9 |
| Кіпр | 3,3 | 2,0 | 7,6 | 5,2 | -4,4 | -2,4 | 59,7 | 70,3 | 5,3 |
| Латвія | 8,1 | 6,9 | 7,6 | 3,4 | -5,3 | -0,2 | 12,4 | 11,9 | 9,0 |
| Литва | 10,3 | 2,7 | 8,2 | 3,7 | -2,4 | -0,5 | 23,0 | 18,7 | 8,2 |
| Угорщина | 18,5 | 3,5 | 8,0 | 6,6 | -5,5 | -6,1 | 60,0 | 58,4 | 7,2 |
| Мальта | 3,9 | 2,5 | 6,2 | 4,6 | -7,7 | -3,3 | 56,4 | 74,7 | 7,3 |
| Польща | 15,0 | 2,2 | 10,7 | 5,2 | -1,8 | -2,5 | 39,3 | 42,5 | 17,7 |
| Словенія | 8,3 | 2,5 | ... | 3,8 | -2,0 | -1,8 | 24,6 | 29,1 | 6,3 |
| Словаччина | 6,0 | 2,8 | 8,0 | 3,5 | -7,1 | -2,9 | 47,4 | 34,5 | 16,4 |
| ЄС-10 | 9,1 | 3,1 | 8,1 | 4,4 | -3,2 | -2,4 | 37,4 | 41,1 | 13,4 |
| ЄС-15 | 1,9 | 2,2 | 5,1 | 3,5 | -0,7 | -2,3 | 67,0 | 64,6 | 7,9 |

Джерело [10, с. 11].

Проведене дослідження дає можливість зробити висновок, що нагромадження капіталу має свої особливості в різних країнах системної трансформації. Зокрема, в країнах ЦЄ нагромадження капіталу і модернізація економіки відбувалися завдяки значним вкладенням

іноземного капіталу, так як внутрішні джерела були недостатніми для здійснення цих процесів. Більшість із цих країн стали членами ЄС, що сприяло м'якій адаптації їх економік до нових умов конкурентного середовища Єдиного внутрішнього ринку ЄС. Позитивні нас-

лідки розширення відчули, насамперед, нові країни-члени, що проявилось в темпах економічного зростання і покращенні основних макроекономічних показників.

Стабільне економічне зростання в цих країнах спирається, перш за все, на зростаючий внутрішній платоспроможний попит, а також на попит зовнішнього ринку. Підвищення реальних доходів населення відбувалось завдяки зниженню рівня інфляції і безробіття, зменшенню бюджетного дефіциту і державного боргу. Країни ЦСЄ просунулись по шляху формування характерних рис нової постіндустріальної структури виробництва. Їх експорт орієнтується на підвищення частки готових виробів, продуктів з високою питомою вагою доданої вартості, що стимулює модернізацію обробної промисловості.

Характерною особливістю є й те, що в більшості із досліджуваних країнах надають значну увагу нагромадженню як традиційних, так і сучасних форм капіталу: інтелектуального, людського, соціального тощо.

Позитивний досвід нагромадження капіталу в умовах трансформації економіки повинен використовуватись і в країнах СНД, в тому числі й в Україні.

1. Вельфе В. Среднесрочный прогноз для Польши // Економіка і прогнозування. – 2007. – №1. 2. Гаєрлишин О. Капіталізм для всіх чи капіталізм для обраних? Розбіжні шляхи посткомуністичних перетворень. – К., 2007. 3. Галушка Я., Олекса М. Основные результаты макроэкономического прогноза экономики Словакии на период 2006–2011 годов // Економіка і прогнозування. – 2007. – №1. 4. Койчев Н. Трансформация в Болгарии // Проблемы теории и практики управления. – 2004. – №1. 5. Колодко Г. "Новая экономика" и старые проблемы (перспективы быстрого роста в постсоциалистических странах) // <http://rusref.nm.ru/indexpub52.htm>. 6. Кудров В. Рыночная трансформация в странах Центрально-Восточной Европы: к оценке накопленного опыта // Общество и экономика. – 2006. – №5. 7. Кудров В. Экономика "трёх Европ" (сопоставительный анализ) // Общество и экономика. – 2005. – №2. 8. Минасян Г. Болгария в ЕС: текущая экономическая ситуация и краткосрочные перспективы // Економіка і прогнозування. – 2007. – №1. 9. Ослунд А. Строительство капитализма. – М., 2003. 10. Шнирков О. Економіка ЄС – 10: два роки після вступу до Союзу // Дзеркало тижня. – 2006. – №34 (613).

Надійшла до редколегії 10.11.07

В. Осецький, д-р екон. наук, проф., О. Яцунь, канд. екон. наук

КОНЦЕПТУАЛЬНІ ПЕРЕДУМОВИ ФОРМУВАННЯ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ В РИНКОВІЙ ЕКОНОМІЦІ

Висвітлені різні теоретичні підходи до сучасних моделей фінансування в країнах з перехідною економікою. Different theoretical approaches to modern models of financing in transition countries are presented.

Постановка проблеми. Складність формування ефективно й раціональної з погляду потреб національного господарства фінансової системи в ринкових економіках знайшла відображення і в економічній науці. Незважаючи на досить тривалу історію дослідження даного питання, вченим так і не вдалося сформулювати єдине рішення.

У розвинених країнах усі теоретичні побудови досить зримо спрямовані на виявлення загальної домінуючої моделі фінансування і беруть початок у рамках класифікації, запропонованої А. Гершенкроном [1], що виділяє дві основні моделі фінансових ринків: банківську (континентально-європейську) і фондову (американську).

У першій основними фінансовими посередниками є депозитні інститути (комерційні й ощадні банки, кредитні спілки), що концентрують потоки заощаджень і на цій основі здійснюють фінансування інвестицій в економіці. У другій (фондовій) спостерігається більш прямий зв'язок первинних власників капіталу (заощаджень) і підприємств через ринки капіталу. При цьому фінансові посередники, як правило, представлені страховими компаніями, пенсійними й взаємними фондами.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Відсутність єдиної думки щодо того, яка з моделей є найбільш адекватною для економік, що формують ринкову систему, значною мірою пов'язано з розходженнями в наукових підходах окремих авторів до аналізу проблем фінансування. Значний внесок в теорію фінансування зробили

такі відомі вчені як Р. Барро, Дж. Б'юкен, Дж. Ітон, Г. Моультон, Дж. Сакс та інші. Можна виділити принаймні три основних напрями такого аналізу.

У межах першого напрямку пріоритет при обґрунтуванні ефективності моделі фінансування в країнах із перехідними економіками належить результатам статистичного аналізу їхньої поточної господарської ситуації. Так, А. Демиргфю-Кант і В. Максимович, базуючись на даних про діяльність окремих фірм, роблять висновок про утвердження й розширення фондової моделі [2, с. 23–24]. Тоді як Р. Райан і Л. Зингалес вказують на підвищену в "менш розвинених економіках" ефективність банків [3, с. 40].

Останньої думки притримується багато економістів. Вони вказують, що в умовах великої залежності від зовнішніх джерел капіталу й домінування короткострокових вкладень (що власне і відбувається в перехідних економіках) фондові ринки не тільки не сприяють довгостроковому економічному зростанню, але можуть навіть перешкоджати йому через високу нестабільність цін акцій, що найчастіше супроводжується кризами. Як доказ цієї позиції можна навести результати економетричних досліджень, проведених фахівцями Міжнародної фінансової корпорації (IFC). Вони роблять висновок, що активність фондового ринку й ринку облігаційних позик зовсім не пов'язана з рівнем господарської активності в перехідних економіках (табл.1).

Таблиця 1. Коефіцієнти кореляції темпів зростання ВВП з випусками облігацій/акцій у 90-х роках

| | При запізненому впливі | Без лага | З випередженням |
|-----------|------------------------|----------|-----------------|
| Акції | -0,05 | -0,07 | 0,03 |
| Облігації | -0,03 | 0,06 | 0,14 |

Отже, проаналізувати поточний стан фінансових систем в ринковій економіці з метою виявлення загальних закономірностей, характеризующих їх положення вважає мету і завдання даної статті.

Виклад основного матеріалу. Фондовий ринок України, відповідно до міжнародних класифікацій, віднесено до категорії ринків, що зароджуються. Він поки що не став сферою залучення інвестиційних капіталів в еко-

номіку країни, особливо в її реальний сектор, що спостерігається у країнах з розвинутими ринковими засадами. Переважна частина випусків корпоративних цінних паперів здійснюється не з метою мобілізації додаткових коштів для розвитку виробництва, а для цілей, пов'язаних із приватизацією державного майна, перерозподілом власності, встановленням контролю над підприємством, вирішенням інших майнових проблем.