

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 пост-індустріальної 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 сформувати 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 і 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.

Другий напрям аналізу ефективності моделей фінансування в перехідних економіках, що поширені в сучасній економічній науці, – це історичний метод аналізу. Його особливістю є дослідження господарської практики найрозвиненіших країн світу в періоди формування в них ринкової системи.

Так, П. Бердхан і Дж. Ремер висловлюють сумнів щодо застосування "капіталізму західного стилю до деяких країн Східної Європи, Китаю. Інститути західного капіталізму, включаючи правову, політичну й економічну інфраструктуру, формувалися протягом тривалого часу. Деякі з них важко скопіювати. У дійсності, банківська організація... є способом подолання історичного розриву розвитку інститутів ринків капіталу. Важливо розуміти, що недорозвиненість ринків капіталу наприкінці XIX століття в Німеччині викликала ріст можливості банківської системи у фінансування і керування промисловими компаніями. Те ж у випадку з Японією... система домінуючих банків віддзеркалювала високий рівень недосконалості фінансових ринків і економічної нестабільності в післявоєнний період" [4, с. 103].

Однак цей висновок заперечується іншою групою дослідників. Наприклад, К. Фоллін не виявила зв'язку між доступом до банківського фінансування й інвестиційним поведінням компаній у період індустріалізації німецької економіки (1903–1913 р.). Хоча з її даних випливає, що чистий капітал компаній, зв'язаних дев'ятьма найбільшими універсальними банками, удвічі перевищував цей показник в інших фірмах [5, с. 8].

Й. Міва і Дж. М. Рамсейр скептично оцінюють залежність банків стосовно японської економіки. Вони вказують, що на рубежі XIX–XX ст. японські промислові компанії фінансувалися головним чином за рахунок ринків капіталу. У середньому від 53 до 73% їхнього капіталу формувалося за рахунок випуску акцій, 5–18% – із нерозподіленого прибутку. При цьому серед позикових джерел облігаційні позики (0–11%) мали не менший вплив, ніж банківські кредити (0–13%). Найбільш яскравий приклад – залізничні компанії. У 1898 р. 91% їх фінансування одержано завдяки випуску акцій; 2% – із нерозподіленого прибутку, 6% – облігаційних позик і лише 1% – формували банківські кредити [6, с. 10]. Важливо, що подібна ситуація практично не змінювалася тривалий час.

Ці висновки частково уточнюються дослідженнями П. Руссо і П. Вакстеля. На підставі історичних даних п'ятох сучасних ринкових економік (США, Великобританії, Канади, Норвегії і Швеції) зазначені автори виявили однаково високу значимість і банківського, і фондового фінансування для господарського розвитку на стадії формування ринкової системи [7].

Приріст відношення цінних паперів, що пройшли лістинг, на душу населення на 10% через 5 років приводив до збільшення інвестицій в економіці відповідно на 5,7%. Аналогічне зростання реальної грошової маси (показника функціонування банківської системи) зумовило приріст інвестицій на 4,7%. Причому лаг становив лише 3 роки. Не менше цікаво й те, що основні ресурси фондового ринку направлялися в період індустріалізації у провідні для свого часу галузі. Традиційні ж виробництва, як правило, не мали доступу до ринкових джерел фінансування.

До подібних висновків приводять і результати Р. Голдсмита. Використовуючи дані по 32 країнах світу за більш як за столітній період, він виявив стійкий позитивний зв'язок розміру фінансової інфраструктури й реального національного доходу на одиницю капіталу. Він також виявив, що в найбільш розвинених країнах світу відношення фінансових і матеріальних активів

більш як утричі перевищує рівень цього показника в країнах, що розвиваються, а його значення наближається до 1 (наприклад, у США в 1973 р. – 1,06; в Японії в 1970 р. – 0,91) [8, с. 45].

При цьому аналіз економічної історії найбільш розвинених країн світу свідчить, що вплив фінансової інфраструктури на господарський розвиток проявляється головним чином на початкових стадіях побудови ринкової системи.

Однак у дослідників не викликає сумніву, що високий рівень залучення держави в процес індустріалізації, необхідність побудови обліку цього чинника підприємствами автоматично обумовлювали в розвинених країнах підвищену роль банківського фінансування. Й. Міва і Дж. М. Рамсейр, відзначаючи надзвичайно малу значимість банківської системи в Японії наприкінці XIX – початку XX століть, вказують, що формування моделі державного капіталізму в цій країні визначило поступове витиснення ринків капіталу. Причина проста: добробут компанії почав формуватися за рахунок непрозорих політичних зв'язків, "купівлі" чиновників із метою маніпулювання ними, а джерелом фінансів стали банки, афілійовані з державою [6, с. 34–35]. Слід зазначити, що даний аргумент досить популярний в обґрунтуванні домінуючого використання саме банківського фінансування в перехідних економіках.

У межах третього напрямку критерії вибору тієї або іншої моделі фінансування для перехідних економік ґрунтуються головним чином на порівнянні динамічної або статистичної ефективності цих моделей у розвинених ринкових господарствах.

Динамічний (або причинно-наслідковий) підхід у традиції дослідження ролі фінансових систем економічною наукою є, мабуть, класичним. Його джерела – в межах більш загального аналізу взаємозв'язку господарського і фінансового розвитку економіки. При цьому в ньому чітко простежується вплив двох концепцій.

Відповідно до першого з них, докладно розробленого ще на початку XX ст. у працях Дж. М. Кейнса, основна роль фінансового сектора перебуває в опосередкуванні потоків заощаджень та інвестицій у господарській системі. Як зазначає Кейнс, "заощаджень завжди досить для інвестування", однак "якщо банки відмовляються від розширення фінансування економіки, зростаючий перегрів ринку короткострокових позичок і облігаційних позик, що відбудеться в цьому випадку, буде стримувати економічну активність... Інвестиції можуть бути обмежені лише нестачею грошей. І ніколи нестачею заощаджень" [9].

У трактуванні більш пізніх досліджень, наприклад, Дж. Робінсон, ця позиція пояснюється у такий спосіб: "Якщо в менш розвинених фінансових системах економічне зростання ще може бути обмеженим темпами кредитування, то вже в розвинених економіках це обмеження менше істотно, оскільки процес фінансування безпосередньо залежить від потреб національного господарства" [10, с. 86].

Іншими словами, незважаючи на наявність позитивного зв'язку між рівнем фінансового забезпечення й економічної активності, залежність йде скоріше від економічного зростання до фінансів, ніж навпаки. А це означає, що питання про вибір моделі побудови фінансового сектору є вторинним в економічній політиці держав. Адже навіть для нерозвинених ринків фінанси з малою часткою ймовірності можуть розглядатися як чинник господарського зростання.

Таке обмежене розуміння ролі фінансових інститутів у процесі економічного зростання виявляється категорично неприйнятним у межах іншої концепції, що бе-

руть початок із праць Й. Шумпетера, прихильники якої вважають, що фінансова система впливає на економічну активність, оскільки займається не тільки опосередкуванням потоків заощаджень і інвестицій. Акцент при цьому роблять на створенні фінансовими інститутами нової купівельної спроможності.

Прихильники "активної" ролі фінансових інститутів в економічному розвитку особливо підкреслюють, що в умовах зростання національного господарства "заощаджених коштів, як правило, не вистачає для придбання додаткового (з метою зростання) майна. Виникає потреба в банківському кредиті. Однак наявні пасиви банків, як правило, зв'язані... Їм доводиться створювати (емітувати) нові гроші з тим, щоб дати необхідні кредити" [11, с. 211].

Таким чином, фінансова система в ринковій економіці може виконувати дві функції: 1) опосередковувати потоки заощаджень, що виникають у процесі господарського зростання, і направляти їх на інвестиції; 2) створювати нову купівельну спроможність в економіці і на цій основі створювати передумови для переходу до вищого рівня ділової активності. Очевидно, що перша задача вирішується як банківською, так і фондовою моделлю фінансування. Але друга зв'язана головним чином із діяльністю банківського капіталу. У випадку домінування фондової моделі збільшення купівельної спроможності реального сектору здійснюється опосередкованим шляхом через кредитування фондкових операцій банківською системою.

Активному впливу ринків капіталу на економічне зростання перешкоджає й основний принцип його функціонування, що потребує приведення існуючих і перспективних грошових потоків компанії до поточної оцінки у вигляді їхньої ринкової вартості. Це означає, що в умовах домінування фондової моделі фінансовий сектор повинен або слідувати у своєму розвитку за економічним зростанням або, щонайменше, цей зв'язок має бути двостороннім. Як свідчать економетричні дослідження ринків капіталу найбільш розвинутих економік світу за останні 40 років ХХ ст., в більшості випадків прогнози майбутніх грошових потоків (а отже і ціни акцій) є переважно екстраполяцією поточних результатів розвитку компанії (галузей, економіки). Виняток становлять лише фондові ринки США, Великобританії, Канади та Японії. Але і в цих країнах ціни акцій лише в межах досить обмеженого проміжку часу відображали дійсну динаміку майбутнього господарського розвитку, а не тільки оцінки, обґрунтовані на поточних темпах економічного зростання. Не випадково, відповідно до економічних розрахунків, вагомість приросту ринкової капіталізації для наступного господарського розвитку становить лише 40% від аналогічного збільшення кредитування [3, с. 18].

Стосовно до перехідних економік цей висновок фактично означає пріоритетність розвитку банків над ринками капіталів.

Подібна неоднозначність висновків у межах причинно-наслідкового підходу зумовила звернення ряду економістів до спрощеної форми аргументації вибору певної моделі фінансування. При цьому вони, як правило, уже не ставлять під сумнів "активну" роль фінансової системи. Наприклад, президент ЕБРР Ж. Леммер зазначає, що "у цивілізованих країнах фінансовий сектор стимулює розвиток іншої економіки, а не навпаки" [12, с. 1].

Доказовою базою в цьому випадку стає порівняння поточної ефективності ринків капіталу і банків у розвинутих ринкових економіках (свого роду "статичний" підхід). Звичайно основна частина аналізу зосереджується на чотирьох найбільш великих ринкових економіках світу – США, Великобританії, Німеччині та Японії. З одного боку, в цих державах рівень розвитку фінансової

системи знаходиться приблизно на одному рівні, що дає змогу розглядати потенційні розходження в їх ефективності як наслідок тієї або іншої моделі фінансування економічного зростання з іншого боку, ґрунтовні характеристики фінансового сектору дозволяють говорити про ці економіки як найбільш чисті форми вияву фондової (США і Великобританія) і банківської (Німеччина та Японія) моделей фінансування.

Аналіз найбільш загальних макроекономічних параметрів у розглянутих країнах не дозволяє робити однозначні висновки про перевагу якоїсь з оцінюваних моделей фінансування. Загальногосподарські показники для всіх учасників вибірки знаходяться на досить близькому рівні з визначеною перевагою в останнє десятиліття США і Великобританії. Хоча, як образно відзначає А. Тейнер, "якщо вважати, що економічний успіх полягає в тому, щоб одержувати від життя максимум радості (тобто підвищувати обсяг споживання товарів і послуг), затрачуючи при цьому мінімум зусиль (тобто менше працювати), то в Німеччині живуть анітрохи не гірше, ніж у США. Американці більше працюють і менше радіють життям" [13].

Таким чином, пряме порівняння різних показників ефективності функціонування банківської і фондової моделей побудови фінансової системи в розвинутих економіках не дозволяє зробити однозначного висновку про пріоритетність якоїсь однієї з них.

Це означає, що вибір типу побудови фінансового сектору вимагає поглибленого аналізу порівняно зі стандартними підходами. Він повинен ґрунтуватися на порівнянні особливостей функціонування кожної конкретної економіки і параметрів моделі її фінансування. Логіка в даному випадку очевидна. Головним завданням фінансової системи є обслуговування потреб реального господарства, а це означає, що її характеристики безпосередньо залежать від різноманітних процесів, що відбуваються в економіці [14].

Стан інституціональних основ раціонального використання фінансової системи в Україні – нині одне з найбільш вразливих місць нової фондової і банківської моделей. Це пояснюється неврахуванням об'єктивних закономірностей макроекономіки у процесі соціально-економічного розвитку країни, зумовлених умовами формування її фінансового потенціалу.

Зарубіжний досвід доводить, що інвестиційна спрямованість фондової і банківської моделей значною мірою залежить від ефективності функціонування системи фінансових інститутів, які відіграють структуруючу роль для національної фінансової системи.

1. *Gerschenkron A.* Economic Backwardness in Historical Perspective. – Cambridge Mass.: Harvard University Press. 1962.
2. *Demirguc – Kunt, Marsimovic V.* Law, finance, and firm growth. – July 1998, SSRN Working paper Series, p. 1–44.
3. *Rajan R.G., Zingales L.* Which Capitalism? Lessons from the East Asian Crisis, *Journal of Applied Corporate Finance*, 1998, 11(3), p. 40–44.
4. *Bardhan P., Roemes J.* Market Socialism: A Case of Rejuvenation. – *Journal of Economic Perspectives*, 1992, 6(3).
5. *Fohlin C.* Relationship Banking, Liquidity, and Investment in the German Industrialization. – *California Institute of Technology Working Paper Series*, December 1997, p. 1–34.
6. *Miwa V., Ramseyer G.M.* Banks and Economic Growth: Implications from Japanese History. – John M. Olin Center for Law, Economics, and Business. Discussion Paper, 8/2000, №289, p. 1–43.
7. *Rousseau P.L., Wachtell P.* Financial Intermediation and Economic Performance: Historical Evidence From Five Industrialized Countries. – *Journal of Money, Credit and Banking* – November 1998, 30, p. 657–678.
8. *Goldsmith R.* Comparative National Balance Sheets. – University of Chicago Press, Chicago, Ill., 1985.
9. *Кейнс Дж.М.* Общая теория занятости, процента и денег. – М.: Прогресс, 1978. – с. 10.
10. *Robinson J.* The Generalization of the General theory. – London: M. Macmillan, 1952.
11. *Маевский В.* Мейнстрим и марксова теория воспроизводства // Экономические исследования Института: Итоги и перспективы. Материалы "Круглых столов". – М.: Институт экономики РАН, 2000. – с. 477.
12. *Смирнов К.* Российских олигархов приравняли к иностранным инвесторам // Коммерсантъ–Дейли. – 2001. – №81. – С. 1.
13. *Тейнер А.* Чей капитализм лучше? // Ведомости. – 2001. – №48. – С. 1–4.
14. *Сергаенко А.В.* Формирование финансовой системы в рыночной и переходной экономике. – М.: ЗАО "Финстатинформ", 2002. – 168 с.