

---

---

## СЕКЦІЯ 2

# РОЗВИТОК ПІДПРИЄМНИЦТВА В УКРАЇНІ ПІД ЧАС ВІЙНИ: ВНУТРІШНІЙ ПОТЕНЦІАЛ, УМОВИ, ДЕРЖАВНА ПОЛІТИКА

---

---

УДК 336.6

**Зимовець Владислав Вікторович,**  
*д-р екон. наук, с.н.с.,*  
*ДУ «Інститут економіки і*  
*прогнозування НАН України»,*  
*м. Київ, Україна*  
**ORCID ID 0000-0002-8542-3904**

## ТІНЬОВІ РЕЗЕРВИ ЯК ПОТЕНЦІЙНЕ ДЖЕРЕЛО ФІНАНСУВАННЯ БІЗНЕСУ ПІД ЧАС ВІЙНИ

Масштаби фінансових втрат українського бізнесу від війни перевищують фінансові можливості держави та міжнародних донорів, що зумовлює пошук додаткових джерел фінансування. Одним із таких джерел можуть стати приховані (тіньові) фінансові резерви. За різними оцінками упродовж 1991-2018 рр. з України було виведено капітал на суму біля 150 млрд. дол. США [1]. Теперішня ситуація докорінно відрізняється від початкового етапу ринкової трансформації 1990-х рр. ХХ ст., коли дефіцит капіталу був ключовою проблемою українського бізнесу. Акумуляовані тіньові резерви стали важливим джерелом фінансування інвестицій через механізм кругового інвестування (round-tripping), на частку якого припадало майже 28 % прямих іноземних в 2010-2022 р [2]. Завданнями цього дослідження є оцінювання обсягів тіньових резервів українського бізнесу та їх потенційної ролі у фінансуванні бізнесу під час війни.

У науковій літературі частка корпоративного бізнесу у загальному обсягу тіньової економіки зазвичай не виокремлюється. Традиційно до тіньової економіки включається вся економічна діяльність, яка прихована від офіційних органів влади [3]. Термін тіньових доходів бізнесу застосовується переважно у науково-практичних публікаціях як такі, що виникають



унаслідок заниження обсягів продажу або завищення витрат з метою ухилення від оподаткування [4, с. 4]. За визначенням ОЕСР тіньові доходи бізнесу формуються у результаті заниження обсягів виробництва та/або надходжень для уникнення сплати податків» [5, с. 146]. Аналітичні огляди про тіньові доходи бізнесу обмежуються обчисленням їх рівня, тоді як подальша їх «доля» не відслідковується. Припускається за замовчуванням, що тіньові доходи використовуються на приватне (невиробниче) споживання, а поняття тіньового ліквідного капіталу не застосовується.

Практика фінансування бізнесу показує, що тіньовий ліквідний капітал (частина тіньових доходів, не використаних на приватне споживання) існує і виконує функцію регулювання як ліквідності бізнесу, так і джерела фінансування інвестицій. Враховуючи прихований характер тіньового капіталу, оцінювання його обсягів потребує застосування непрямих методів. Для оцінювання обсягів тіньових доходів було застосовано показник «тіньовий прибуток», який використовується для обчислення рівня тіньової економіки за методом збитковості підприємств [6]. Рівень тіньових доходів визначалася шляхом ділення тіньового прибутку на умовний оборот, обчислений як сума чистих продажів і чистих збитків.

Упродовж 2010-2013 рр. рівень тіньових доходів українського бізнесу становив біля 7 % обороту по агрегованих даних сектору нефінансових корпорацій. У період активних бойових дій в 2014-2015 рр. частка тіньових доходів зростала до 10 %, що можна пояснити як активнішим виведенням капіталу з України. Починаючи з 2016 р. рівень тіньових доходів поступово знизився до 4,7 % в 2021 р. Причиною зростання показника в 2022 р. до 6,2 % стало зумовлене повномасштабним вторгненням зростання систематичного ризику і намагання бізнесу врятувати частину ліквідного капіталу. У перерахунку за середньозваженим річним курсом гривні обсяги тіньових доходів бізнесу за 2010-2022 рр. оцінюються на рівні 373 млрд дол США. Хоча певна частина тіньових доходів тимчасово залишається в межах фінансової системи України у формі готівки у національній валюті і коштів на рахунках, *магістральним вектором руху тіньових доходів є зовнішній сектор, виведення капіталів за межі фінансової системи (включаючи придбання готівкової іноземної валюти) як надійний спосіб уникнення систематичного ризику.*

Отже, тіньовий ліквідний капітал – це гроші та їх еквіваленти, які не відображаються у фінансових звітах підприємств та *виведені за межі фінансової системи країни.* Для обчислення обсягів тіньового ліквідного



## Секція 2

### Розвиток підприємництва в Україні під час війни: внутрішній потенціал, умови, державна політика

капіталу було поєднано інструментарій кількох поширених у науковій літературі підходів (табл.1). Для визначення залишків коштів резидентів в іноземних банках було використано заснований на статистиці Банку міжнародних розрахунків підхід Цукмана [10]. Тіньовий ліквідний капітал визначався у дві дії: 1) шляхом множення обсягів нелегального відпливу капіталу, оцінених за методом частки від експорту [11], на норму валового нагромадження по Україні; 2) коригування на сальдо інвестицій в Україну та позик. Реінвестований капітал визначався на основі даних про обсяги прямих іноземних інвестицій з офшорних країн та сальдо позик від нерезидентів (без урахуванням фінансового сектора).

Таблиця 1 – Рух тіньових резервів українського бізнесу  
(нефінансові корпорації) в 2010–2022 рр., млрд дол США

Рік	Тіньові доходи*	Тіньовий ліквідний капітал		Реінвестований капітал	
		приріст	залишок	приріст	залишок
2010	31,7	11,1	23,8	0,1	8,0
2011	32,8	18,7	22,1	5,5	13,6
2012	36,4	14,8	18,8	7,2	20,8
2013	36,5	9,5	12,6	8,9	31,8
2014	51,9	5,1	18,8	-2,9	26,8
2015	27,5	3,8	22,8	-2,4	24,3
2016	20,1	1,4	24,8	1,0	25,1
2017	21,0	5,8	27,3	0,3	25,8
2018	18,7	8,4	33,1	-3,0	22,3
2019	20,9	8,1	32,0	4,2	27,1
2020	29,0	10,0	34,8	0,6	28,1
2021	24,4	12,2	34,6	4,3	31,7
2022	22,4	15,1	49,9	-14,2	17,5
Сума	373,3	124,0	х	9,6	х

\* Тіньові доходи визначались на основі агрегованих фінансових за винятком секції К (фінансова діяльність). Для запобігання викривленню отриманих результатів збитки бізнесу у період активних бойових дій в 2014-2015 і 2022 рр. було скориговано на суму прямих воєнних збитків за даними експертних оцінок.

Джерело: розраховано автором за даними [7; 8, с. 44; 9; 12; 13; 14].

Отримані результати вказують на те, що у періоди загострення військових дій обсяги реінвестованого капіталу зменшуються унаслідок виведення коштів через боргові канали та репатріацію інвестицій (2014-2015, 2022 рр.). У ці ж періоди обсяги тіньового ліквідного капіталу стрімко



зростають, що вказує на акумуляцію додаткових резервів для протидії вищим воєнним ризикам. На кінець 2022 р. обсяги тіньових резервів оцінюються у майже 50 млрд дол США. Акумульовані тіньові резерви виконують дві функції : 1) поточну – як потенційне джерело підтримки ліквідності і життєздатності бізнесу під час війни; і 2) стратегічну - як децентралізований фонд фінансування інвестиційних проєктів з відновлення українського бізнесу. Репатріації тіньових резервів для фінансування бізнесу у значних масштабах можна очікувати лише у відповідь на зниження систематичного ризику у результаті перемоги над ворогом у війні.

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Нова індустріалізація – реальний шанс для України. *Рішення спільного розширеного засідання Антикризової ради громадських організацій України та правління УСПП*. 2018. 9 листопада. URL : [https://uspp.ua/assets/doc/maket\\_nov\\_2019.pdf](https://uspp.ua/assets/doc/maket_nov_2019.pdf)
2. Прямі інвестиції за інструментами та секторами / НБУ. URL : [https://bank.gov.ua/files/ES/FDI\\_u.xlsx](https://bank.gov.ua/files/ES/FDI_u.xlsx) (дата звернення: 27.05.2024).
3. Medina L., Schneider F. Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years? / IMF. WP/18/17. 76 с. URL : <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp1817.pdf?abstractid=3124402&mirid=1>
4. Non-observed Economy in National Accounts – Survey of Country Practices. Geneva, 2008. 340 с. URL : <https://unece.org/DAM/stats/publications/NOE2008.pdf>
5. Handbook on Measuring the Non-observed Economy. *OECD*. 2002. 250 с. URL : <https://www.wiego.org/sites/default/files/publications/files/OECD-MeasuringtheNon-ObservedEconomy.pdf>
6. Методичні рекомендації розрахунку рівня тіньової економіки. URL : <https://www.me.gov.ua/Documents/Download?id=9aced229-54e0-4021-be56-417ab6d47685>
7. Фінансові результати до оподаткування підприємств за видами економічної діяльності. URL : [https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/fin/fin\\_new/fr\\_op\\_ek\\_vsmm\\_2010\\_2020\\_ue.xlsx](https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2021/fin/fin_new/fr_op_ek_vsmm_2010_2020_ue.xlsx)
8. Війна на Донбасі: реалії і перспективи врегулювання. К. : Центр Разумкова, 2019. 144 с. URL : [https://razumkov.org.ua/uploads/article/2019\\_Donbas.pdf](https://razumkov.org.ua/uploads/article/2019_Donbas.pdf)



## Секція 2

### Розвиток підприємництва в Україні під час війни: внутрішній потенціал, умови, державна політика

---

9. Звіт про прямі збитки інфраструктури від руйнувань внаслідок військової агресії московії України за рік від початку повномасштабного вторгнення. URL : [https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/03/UKR\\_Feb23\\_FINAL\\_Damages-Report-1.pdf](https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/03/UKR_Feb23_FINAL_Damages-Report-1.pdf)

10. Zucman, G. The missing wealth of nations: are Europe and the U.S. net debtors or net creditors? *Quarterly Journal of Economics*. 2013. 128 (3). Pp. 1321–1364. URL : <https://gabriel-zucman.eu/files/Zucman2013QJE.pdf>

11. Kar, D., Spanjers, J. Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2003–2012. *Global Financial Integrity*. 2014. 68 p. URL : <https://34n8bd.p3cdn1.secureserver.net/wp-content/uploads/2014/12/Illicit-Financial-Flows-from-Developing-Countries-2003-2012.pdf>

12. Прямі інвестиції за інструментами та секторами. НБУ. URL : [https://bank.gov.ua/files/ES/FDI\\_y.xlsx](https://bank.gov.ua/files/ES/FDI_y.xlsx)

13. Cross-border total liabilities of banks with headquarters in all countries (total) vis-a-vis residents of Ukraine, households and npishs / BIS. URL : [https://data.bis.org/topics/LBS/BIS,WS\\_LBS\\_D\\_PUB,1.0/Q.S.L.G.GBP.A.5J.A.5A.H.UA.N](https://data.bis.org/topics/LBS/BIS,WS_LBS_D_PUB,1.0/Q.S.L.G.GBP.A.5J.A.5A.H.UA.N)

14. Міжнародна інвестиційна позиція / НБУ. URL : [https://bank.gov.ua/files/ES/ІІР\\_q.xlsx](https://bank.gov.ua/files/ES/ІІР_q.xlsx)