



Review *Online.* May 2019. Volume 71. URL:
<https://www.stanfordlawreview.org/online/short-termism-and-antitrusts-innovation-paradox/>

5. Доклад о торговле и развитии, 2016 год. Структурная трансформация в интересах всеохватного и устойчивого роста. ЮНКТАД. Нью-Йорк, Женева. 2016. 215 с.

6. Lazonick W., O'Sullivan M. Maximizing shareholder value: A new ideology for corporate governance. *Economy and Society*. 2000. № 29(1). PP. 13–35.

7. Stout L.A. The problem of corporate purpose. *Issues in Government Studies*. 2012. №. 48. Brookings Institution, Washington, DC. 14 p.

8. Rodrik D. New Technologies, Global Value Chains and Developing Economies. *NBER Working Paper*. 2018. № 25164. 30 p. URL: <http://www.nber.org/papers/w25164>.

9. Stockhammer E. Financialisation and the slowdown of accumulation. *Cambridge Journal of Economics*. 2004. № 28(5). PP. 719–741.

10. Кіндзерський Ю. Інституційна пастка олігархізму і проблеми її подолання. *Економіка України*. 2016. № 12. С. 22–46.

11. Mazzucato M. *The Entrepreneurial States. Debunking Public vs. Private Sector Myths*. London, Anthem Press, 2013. 202 p.

12. Підприємництво в епоху глобальних трансформацій: виклики та перспективи розвитку / Під ред. П. В. Пашка та Л. Л. Лазебник. Ірпінь, УН-Т держ. фіскал. служби України, 2019. 476 с.

*Зимовець Владислав Вікторович,
д. е. н., завідувач відділу фінансів
реального сектора
ДУ «Інститут економіки та
прогнозування НАН України»,
м. Київ, Україна*

ПРО АДАПТАЦІЙНУ МОДЕЛЬ ФІНАНСУВАННЯ КАПІТАЛЬНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В УКРАЇНІ

Низька інвестиційна активність бізнесу в Україні є основною перешкодою прискорення економічного зростання. Упродовж 2000-2019 рр. середньорічна норма валового нагромадження на рівні 17,8 % ВВП була вкрай низькою порівняно із мінімально необхідними для економічного прориву та подолання відставання від розвинутих країн 25-30 %. Серед основних причин того, що у країні так і не вдалося розгорнути інвестиційний бум, зазвичай виділялася макрофінансова нестабільність і, відповідно, значна невизначеність, проявом якої є високі премії за ризик і процентні ставки. Цьому питанню приділено достатньо уваги у наших попередніх роботах, де розкрито згубний вплив ефекту витіснення на пропозицію інвестиційних ресурсів на макрорівні [1, с.389-390]. Обмежений доступ до капіталу на ринках і труднощі із його залученням дійсно є причиною



того, що абсолютні обсяги капітальних інвестицій виявляються меншими за потенційно важливі, позаяк значну частину інвестиційних ресурсів поглинає державний сектор. У конкретному випадку в Україні насамперед йдеться про іммобілізацію інвестиційного потенціалу у фінансування державного боргу. За таких умов фінансовий сектор виглядає «виснаженим» і є неспроможним виконувати роль драйвера, який би ініціював інвестиційний бум [2, с.29-30].

Дефіцит вільних капіталів у ринковій економіці завжди має наслідком підвищення процентних ставок. У даному питанні ми поділяємо підхід Т.Серджента та Н.Уоллеса (1981) [3] про те, що за високого рівня державного боргу монетарна політика втрачає результативність. Штучне зниження облікової ставки, до якого вдається монетарна влада в Україні в 2019-2020 р. вважаємо вкрай ризикованою політикою, яка у середньостроковій перспективі з високою вірогідністю може спровокувати чергову кризу. Поряд із цим, пригнічує інвестиційну активність взаємна недовіра між фінансовим сектором і нефінансовим бізнесом, спричинена критичною слабкістю інституту захисту прав власності в Україні. За Міжнародним індексом прав власності (IPRI, International Property Rights Index) Україна у 2019 р. посіла 109 місце серед 129 країн [4]. Незахищеність прав власності створює інституціональний хаос, коли кожна зі сторін діє нераціонально. Банки не впевнені, що зможуть домогтися повернення наданих кредитів, а бізнес не впевнений, що зможе отримати кошти, які зберігаються в банках.

Вказані процеси спричинили сегментацію фінансової системи України на дві окремі замкнені підсистеми

– підсистему, у якій фінансові інститути вкладають ресурси в ОВДП і кредити пов'язаними особам, тобто самим собі. Частка фінансових ресурсів, які поглинає фінансування державного боргу є критично високою (на початок 2020 р. 46,8 % грошової маси в Україні було використано банками на фінансування ОВДП);

- паралельну («тіньову») підсистему, у якій рух капіталу відбувається в замкненому просторі між особами, яких поєднує взаємна довіра. Йдеться про застосування адаптаційних моделей фінансування, які передбачають залучення капіталу для фінансування капітальних інвестицій переважно з власних джерел. Кругообіг капіталу у такій підсистемі відбувається через непрозорі схеми і тіньові канали, проявом чого є зростання інших поточних зобов'язань бізнесу. Основою системи є акумульована у тіньовому секторі, переважно офшорах, ліквідність. Упродовж останнього десятиріччя мала місце масштабна «офшоризація» бізнесу в Україні (закріплення прав власності за підставними (номінальними) власниками з офшорних юрисдикцій), що підтверджує поширення такої моделі фінансування. За нашими спостереженнями на початок 2019 р. біля 40% великого та середнього бізнесу в Україні контролювалося з



офшорів. Застосування такої моделі передбачає залучення капіталу через непрозорі схеми у формі ліквідної підтримки з офшорів і тіньового сектора і дає змогу здійснювати інвестиції незалежно від фінансового стану підприємств і доступності капіталу на організованих фінансових ринках.

Метою цієї роботи є пошук доказів того, що *існуючі інституціональні бар'єри сформували стійку взаємну недовіру між бізнесом і фінансовим сектором, наслідком чого стало поширення адаптаційних моделей фінансування капітальних інвестицій, орієнтованих на фінансування за рахунок капітальних трансфертів з тіньового сектора.*

Методологічною основою дослідження є положення теорії ієрархії С.Майерса та Н. Меджлафа [5], відповідно до якої власники підприємств надають перевагу внутрішнім джерелам фінансування капітальних інвестицій і обмежують фінансові відносини із зовнішніми кредиторами задля збереження контролю за бізнесом, та підходу Дж.Цвібеля, відповідно до якого власники фінансують бізнес за рахунок залучення квазіборгів задля мінімізації ризиків його захоплення кредиторами (у разі фінансової скрути) або новими акціонерами (рейдерські захоплення) [6]. Ми припускаємо, що підприємства віддають перевагу фінансуванню капітальних інвестицій за рахунок власних коштів, а у разі їх недостатності вдаються до фінансування у такій черговості – 1) за рахунок збільшення зареєстрованого капіталу; 2) за рахунок залучення довгострокових банківських кредитів та розміщення облігацій; 3) за рахунок залучення квазіпозик та/або капітальних трансфертів з тіньових джерел. У разі відмови від збільшення зареєстрованого капіталу та недоступності банківських кредитів, саме квазіборги відіграють балансуєчу роль у фінансуванні інвестицій.

Для підтвердження гіпотези про поширення в Україні описаної вище адаптаційної моделі було розроблено підхід до визначення структури фінансування капітальних інвестицій на мікрорівні. Відповідно до нашого підходу спершу обчислюється частка власних коштів у фінансуванні капітальних інвестицій шляхом ділення чистого прибутку та амортизації на обсяги капітальних інвестицій (рядок «придбання основних засобів» у звіті про рух грошових коштів). Якщо обсяги власних коштів є більшими за обсяги капітальних інвестицій, частка власних коштів приймається за 100%. Після цього обчислюються частки приросту зареєстрованого капіталу і довгострокових фінансових зобов'язань у фінансуванні капітальних інвестицій, які віднімаються від частки власних коштів, виходячи з припущення, що за рахунок власних коштів покриваються потреби у фінансуванні оборотних активів (чистий робочий капітал). Якщо внутрішні джерела, збільшення зареєстрованого капіталу та отримані довгострокові позики разом не покривають капітальні інвестиції, дефіцит визнається як такий, що фінансується за рахунок інших джерел фінансування (кредиторської заборгованості, квазіпозик від пов'язаних сторін, у



т.ч. з офшорів). У такий спосіб було досліджено структуру фінансування капітальних інвестицій в Україні за 2006-2018 рр. по репрезентативній вибірці з 250 підприємств, на яку припадає 36 % активів сектора нефінансових корпорацій в Україні (табл. 1).

Таблиця 1

Структура фінансування капітальних інвестицій
підприємств в Україні в 2006-2018 рр., %

Вид економічної діяльності	Власні кошти	Збільшення зареєстрованого капіталу	Довгострокові кредити та інші зобов'язання	Поточні зобов'язання
Сільське господарство	36,5	5,6	27,3	30,6
Добувна промисловість	51,3	1,6	4,7	42,4
Харчова промисловість	31,2	5,9	12,6	50,2
Торгівля	38,2	3,2	24,0	34,6
Коксохімічна промисловість	19,2	5,6	16,5	58,6
Хімічна промисловість	27,6	2,2	13,2	57,0
Металургія	19,3	6,7	22,8	51,1
Машинобудування	37,6	5,3	17,1	40,1
Електроенергетика	20,8	1,4	6,8	71,1
Будівництво	33,5	4,2	9,8	52,5
Транспорт і зв'язок	39,8	7,5	12,9	39,9
В середньому по вибірці	32,3	4,5	15,3	48,0

Примітка: Дані обчислені як середні арифметичні значення часток по підприємствах у розрізі видів економічної діяльності.

Джерело: розраховано автором за даними оприлюдненої фінансової звітності підприємств.

Отримані результати підтверджують припущення щодо поширення адаптаційної моделі фінансування. Так, за рахунок поточних зобов'язань упродовж 2006-2018 рр. було профінансовано від 30,6 до 71,1 % капітальних інвестицій підприємств різних видів економічної діяльності. Середнє значення частки поточних зобов'язань у фінансуванні капітальних інвестицій по вибірці становить 48%, що значно перевищує її значення у країнах Східної Європи і Центральної Азії (СЄЦА) - 9,6 %. Вказана частка по країнах СЄЦА була визначена як середнє арифметичне значення суми показників k5f (Purchases on credit from suppliers and advances from customers) і k5hdj (Other, moneylenders, friends, relatives, bonds, etc) по більш ніж 23 тис підприємствах країн СЄЦА бази даних Світового банку за період з 2003 по 2019 рр. [7]. Частка довгострокових банківських кредитів та інших довгострокових зобов'язань у фінансуванні капітальних інвестицій в Україні за даними вибірки (15,3 %) несуттєво відрізняється від середнього значення по групі країн СЄЦА (17 %). У деяких видах економічної діяльності частка кредитів у фінансуванні капітальних інвестицій в Україні перевищує 20% - сільському господарстві, торгівлі та металургії. Отже, доступність банківського кредитування для фінансування



капітальних інвестицій Україна є наближеною до середньої по вказаній групі країн.

Особливість моделі фінансування капітальних інвестицій в Україні полягає у заміщенні власного капіталу (equity) квазіборговими зобов'язаннями, що є способом адаптації бізнесу до недружнього інституційного середовища. Модель одночасно забезпечує бізнес ліквідними коштами для фінансування інвестицій і захищає його від рейдерських захоплень. Ми припускаємо, що адаптаційна модель фінансування є реакцією на високі інвестиційні ризики, спричинені як макрофінансовими чинниками, так і інституціональними, кількісним проявом чого є вищі премії за ризик країни (CRP).

Список використаних джерел:

1. Підприємство в епоху глобальних трансформацій: виклики та перспективи розвитку: монографія / За ред. П. В. Пашка і Л. Л. Лазебник. Ірпінь, Університет державної фіскальної служби України, 2019. 476 с.

2. Фінанси підприємств корпоративного сектора економіки України : колективна монографія / Зимовець В. В., Даниленко А. І., Терещенко О. О. та ін.; НАН України, ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України». Київ, 2019. 306 с.

3. Sargent T., Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic. *Quarterly Review, FRB of Minneapolis, fall 1981* [Reprinted in *Rational Expectations and Inflation*. – 2 nd Edition NY: Harper Collins College Publishers. 1993].

4. Міжнародний індекс прав власності. URL: <https://internationalpropertyrightsindex.org/>

5. Majluf N.S., Myers S.C. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*. 1984. Vol. 13. No. 2. PP. 187-221.

6. Zwiebel J. Dynamic Capital Structure under Managerial Entrenchment. *The American Economic Review*. Vol. 86, No. 5. Dec., 1996. PP. 1197–1215.

7. Enterprise Surveys Indicators Data. URL: <https://www.enterprisesurveys.org/>