

УДК 336.1, 336.647

**Зимовець В. В.**

доктор економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач відділу фінансів реального сектору ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", Київ, Україна, zymovets\_vlad@ukr.net

## ВАЛЮТНА ПОЛІТИКА: ВПЛИВ НА МОДЕЛІ ФІНАНСУВАННЯ БІЗНЕСУ В УКРАЇНІ

Табл. 1. Літ. 4.

**Vladyslav Zymovets**

Dr. Sc. (Economics), Senior Research Fellow, SE "Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine", Kyiv, Ukraine, zymovets\_vlad@ukr.net

## CURRENCY POLICY: INFLUENCE ON BUSINESS FINANCING MODELS IN UKRAINE

JEL classification: G32, G38.

**Зимовець В. В.**

доктор економічних наук, старший науковий співробітник, завідувач відділу фінансів реального сектору ГУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України", Київ, Україна

## ВАЛЮТНАЯ ПОЛИТИКА: ВЛИЯНИЕ НА МОДЕЛИ ФИНАНСИРОВАНИЯ БИЗНЕСА В УКРАИНЕ

Питання впливу валютної політики на загальноекономічну динаміку, насамперед на зовнішньоекономічну активність, експорт та імпорт, доволі добре вивчене. На прикладі Японії та інших східноазійських країн доведено доцільність поетапної лібералізації валютної політики та міжнародного руху капіталу [1]. Визначено макроекономічні фактори, які варто враховувати під час вибору режиму обмінного курсу [2]. Переважна більшість розробок сконцентрована на впливі валютної політики на макrorівні. Водночас вплив валютної політики на моделі фінансування бізнесу є менш дослідженим аспектом. Модель фінансування бізнесу – це спосіб, у якому поєднуються доступні власні та зовнішні джерела фінансування продуктивного капіталу. Ключовими параметрами моделі є: 1) структура капіталу (співвідношення власних коштів і боргу); 2) валютна структура капіталу – частка зобов'язань в іноземній валюті, від якої залежить рівень валютного ризику. Завданням нашого дослідження є визначення тенденцій у структурі капіталу підприємств в Україні та оцінювання впливу на них із боку валютної політики з метою розроблення практичних рекомендацій щодо вдосконалення валютного законодавства.

В Україні сформувалась викривлена модель фінансування бізнесу, проявами якої є надмірний рівень боргової залежності підприємств зі зміщенням структури боргу в бік кредиторської заборгованості [3]. Мінімізація частки власних коштів у структурі капіталу – цілком адекватна реакція бізнесу на високі інвестиційні ризики (макроекономічні та юридичні). Серед останніх ми виокремлюємо ключові: тривалість процедур банкрутства, низький рівень захисту інтересів кредиторів та високу ймовірність недружніх дій задля за-

© Зимовець В. В., 2018

хоплення бізнесу. Значний вплив на спотворення фінансової моделі справила кампанія з “очищення” банківської системи 2014–2016 рр., наслідком чого стала втрата бізнесом ліквідного капіталу в обсязі, який перевищував 10 % ВВП. Вказані втрати не компенсувались додатковими вкладеннями власного капіталу, що зумовило поглиблення дисбалансів та аномальних тенденцій у структурі капіталу підприємств корпоративного сектору вітчизняної економіки.

Для України характерні непередбачувана валютна політика, нестабільність і мінливість валютного законодавства. Ризик запровадження адміністративних обмежень на валютні операції (зокрема, щодо виконання боргових зобов'язань в іноземній валюті, сплати дивідендів, використання коштів у іноземній валюті для здійснення платежів) є високим. Адекватна реакція бізнесу на вказані ризики – *мінімізація операцій та активів у іноземній валюті, на які можуть бути накладені адміністративні обмеження*. Водночас існує тривалий тренд до знецінення гривні відносно резервних валют, зумовлений низкою макрофінансових дисбалансів. Очікуване знецінення національної грошової одиниці спонукає бізнес до створення валютних резервів. Під впливом ризику адміністративних валютних обмежень у бізнесу сформувався стійкий “імунітет” до нагромадження іноземної валюти на рахунках у банках України: з 2012 по 2017 р. залишки коштів українських підприємств на поточних рахунках у банках України зменшились із 7,6 млрд до 4,3 млрд дол США.

Сучасна фінансова модель ведення бізнесу в Україні передбачає акумулювання ліквідного капіталу у тіньовому секторі та офшорних юрисдикціях. У цій моделі фінансування капітальних інвестицій здійснюється за рахунок нестійких джерел (кредиторської заборгованості), а роль банків та інших фінансових установ у фінансуванні продуктивного капіталу є другорядною. Протягом 2009–2017 рр. частка власних коштів у структурі капіталу підприємств корпоративного сектору національної економіки скоротилась із 35,6 % у 2009 р. до 24,7 % у 2017 р. Зниження частки власного капіталу успішно замінювалась зростанням сурогатного боргу у гривні (кредиторської заборгованості), частка якого у структурі капіталу збільшилась з 40,9 до 50,6 %. На тлі посилення боргової залежності підприємств частка банківського кредиту в структурі капіталу скоротилась з 8,3 до 4,3 % у гривні та з 5,1 до 3,5 % в іноземній валюті (таблиця).

Упродовж 2009–2017 рр. стрімко зростала частка іншої заборгованості в іноземній валюті (перед нерезидентами) у структурі капіталу підприємств корпоративного сектору. Якщо на початку 2010-х років лише 10 % продуктивного капіталу в Україні фінансувалось через вказаний канал, то вже у 2015 р. його частка досягає майже 20 %. Запровадження адміністративних обмежень на валютні операції, а також критично високі геополітичні ризики спричинили тимчасове зменшення частки нерезидентів у фінансуванні бізнесу в Україні до 16,9 % в 2017 р. Водночас зросла частка сурогатного боргу в гривні. Реакцією бізнесу на блокування інструментами валютної політики каналів міжнародного руху позичкового капіталу стало саме збільшення частки сурогатного боргу в гривні у фінансуванні бізнесу. У зв'язку з цим доцільно звернути увагу на аномально високий попит на готівкову іноземну валюту в 2014–2015 рр. як наслідок застосування підприємницьким сектором захисної моделі фінансування. Звідси випливає висновок: моделі фінансуван-

Динаміка структури капіталу підприємств корпоративного сектору економіки  
 України, %

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Власний капітал	35,6	33,6	33,7	34,1	34,4	29,4	29,4	24,1	24,7
Банківський кредит у гривні	80,2	80,3	80,7	70,9	90,4	70,2	40,4	40,3	40,3
Сурогатний борг у гривні	38,7	40,9	40,2	40,8	36,7	37,3	40,3	50,0	50,6
Банківський кредит в іноземній валюті	50,8	50,1	40,8	40,3	40,9	60,3	50,9	40,2	30,5
Борг в іноземній валюті	11,8	12,1	12,7	13,0	14,6	19,8	19,9	17,4	16,9

С к л а д е н о за: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. URL: <http://ukrstat.gov.ua/>; Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України). URL: <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>.

ня бізнесу в Україні, в основі яких перебуває нагромадження ліквідного капіталу в тіньовому секторі та офшорах, є гнучкими й адаптованими до змін валютної політики.

“Офшоризація” ведення бізнесу є загальносвітовою тенденцією: щорічні обсяги прямих інвестицій з офшорних юрисдикцій у країни із середніми доходами становлять близько 200 млрд дол. США на рік. Такі інвестиції є реінвестуванням прибутків, які за допомогою схем ухилення від оподаткування акумулюються в ліквідній формі на рахунках офшорних компаній. За оцінками Організації Об’єднаних Націй з промислового розвитку (ЮНІДО), нетто-інвестиції з офшорних фінансових центрів та спеціально створених кампаній (special purpose entities, SPE) у 2015р. становили 221 млрд дол. США [4]. Водночас відзначається зростання обсягів вивезення капіталу у формі інвестицій підприємств, розміщених у країнах, що розвиваються, і транзитивних країнах, які часто набувають форми інвестиційного кругообігу (investment round-tripping) – інвестиції в офшорні юрисдикції повертаються в країну походження у вигляді “іноземних” інвестицій. В Україні склалася тенденція до зростання частки офшорного капіталу у зареєстрованому статутному капіталі підприємств корпоративного сектору: з 13,9 % у 2010 р. до 24,3 % у 2016 р. “Офшоризація” є як реакцією бізнесу на ризики рейдерських захоплень активів, так і інструментом, за допомогою котрого легалізується вивезення капіталу.

Нині, на відміну від 1990-х та початку 2000-х років, бізнес володіє значно більшими обсягами ліквідних коштів у іноземній валюті, акумульованими в тіньовому секторі (готівкова іноземна валюта) та на рахунках офшорних компаній. Причиною “доларизації” ліквідного капіталу та його тінізації є надмірні ризики знецінення гривні на тлі непередбачуваності та високої ймовірності дискретних дій та адміністративних обмежень у сфері валютного регулювання. Україна не створила умов для безпечного нагромадження грошового капіталу у національній банківській системі. Застосовуючи адміністративні обмеження у валютній сфері, держава не лише провокує зростання попиту на іноземну валюту та знецінення гривні, а й втрачає довіру бізнесу. Ці обмеження здебільшого мали зворотний ефект і призводили до посилення відпливу капіталу з України.

Непередбачувана й мінлива валютна політика в Україні спонукала бізнес до створення захищеної та невразливої до дискреційних дій регулятора (НБУ) моделі фінансування, озброєної потужним інструментарієм протидії адміністративним обмеженням (так званим захисним заходам). Існування такої моделі підтверджується зростаючим рівнем “офшоризації” капіталу, скороченням легальних валютних активів та великою часткою боргу в іноземній валюті перед нерезидентами у структурі капіталу. Фінансова модель ведення бізнесу в Україні побудована так, що адміністративні валютні обмеження легко обходяться через виведення капіталу в “тінь” та формування тіньових (офшорних) резервів.

Потребує перегляду, власне, філософія валютної політики. На відміну від 1990-х років, сьогодні завдання останньої є принципово іншим – не обмеження впливу капіталу з країни, а сприяння його реінвестуванню в національну економіку. Для цього бізнесу потрібна впевненість у безперешкодній репатріації прибутків, чіткі, законодавчо закріплені правила й умови застосування адміністративних обмежень. Нове валютне законодавство має виправити наявні вади та прорахунки у цій сфері. Бізнес не повинен перебувати в ситуації невизначеності щодо запровадження чергових адміністративних обмежень, порядок застосування яких має бути недвозначним і унеможливити дискретні дії регулятора.

#### Список використаних джерел

1. Wang Y. Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and Its Implications for China. 2009. 83 p. URL: <https://www.jcer.or.jp/eng/pdf/Wang.pdf>.
2. Grauwe P, de, Schnabl G. Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. *CESifo Working Paper*. 2004. Series No. 1182. 34 p. URL: [https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp1182.pdf](https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1182.pdf).
3. Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектору економіки України / НАН України, ДУ “Інститут економіки та прогнозування НАН України”. Київ, 2017. 396 с.
4. Global Investment Trends Monitor / UNIDO. 2016. URL: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d2\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d2_en.pdf).

#### References

1. Wang, Y. (2009). *Liberalization of Foreign Exchange Controls: Japan's Experiences and Its Implications for China*. Retrieved from <https://www.jcer.or.jp/eng/pdf/Wang.pdf>.
2. de Grauwe, P., Schnabl, G. (2004). Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe. *CESifo Working Paper*, 1182. Retrieved from [https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1\\_wp1182.pdf](https://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp1182.pdf).
3. Zy`mover`, V. V. (Ed.). (2017). *Finansove zabezpechennya strukturnoyi modernizaciyi real`noho sektora ekonomiky` Ukrayiny`* [Financial support for structural modernization of the real economy sector of Ukraine]. Ky`yiv: DU “Insty`tut ekonomiky` ta prohnozuvannya NAN Ukrayiny`” [in Ukrainian].
4. UNCTAD. (2016). *Global Investment Trends Monitor*. Retrieved from [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d2\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/webdiaeia2016d2_en.pdf).