

10. Tsukerman, V.A. (2008), "Problems and possibilities of forming of clusters as a method of innovative processes activation", available at: <http://lib.convdocs.org/docs/index-189611.html?page=279>
11. Hospers, Gert-Jan (2005). "Best Practices and the Dilemma of Regional Cluster Policy in Europe," *Tijdschrift voor Economische en Sociale Geografie*, vol. 96, no. 4, pp. 452-457.
12. Ketels, C., Lindqvist, G., and Sölvell, Ö. (2006), Cluster initiatives in developing and transition economies. Stockholm: Center for Strategy and Competitiveness.

УДК 339.727.22

Конотоп Г.О.,
*аспірант**, асистент кафедри міжнародного бізнесу
Інституту міжнародних відносин
Київського національного університету імені Тараса Шевченка

ВДОСКОНАЛЕННЯ ІНСТИТУЦІЙНИХ МЕХАНІЗМІВ ЗАЛУЧЕННЯ ЗОВНІШНЬОГО ФІНАНСУВАННЯ ТРАНСФОРМАЦІЙНИХ ЕКОНОМІК

Konotop H.O.,
graduate student, assistant of the department of international business
Institute of international relations
Taras Shevchenko National University of Kyiv

IMPROVEMENT OF THE INSTITUTIONAL MECHANISMS OF EXTERNAL FUNDING FOR TRANSITIONAL ECONOMIES

Постановка проблеми. В умовах глобалізаційних процесів у світі та об'єктивної необхідності в прискоренні темпів трансформації в нашій країні інституційні механізми залучення зовнішнього фінансування набувають дедалі більшого значення. Відповідне інституційне середовище може значно підвищити ефективність господарських операцій не лише окремого підприємства, а й галузі та економіки України в цілому. Оптимізація даних механізмів є вкрай непростим завданням через постійну зміну кон'юнктури ринку, циклічність розвитку та необхідність врахування впливу великої кількості змінних чинників. Тому без вирішення даного питання вихід на якісно новий рівень у нашій державі буде неможливим.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Останнім часом велика кількість вітчизняних та закордонних вчених розглядали в своїх роботах різні аспекти, що прямо чи опосередковано стосуються інституційних механізмів залучення зовнішнього фінансування. Механізми фінансових інвестицій досліджуються в статтях Ібрагімова Е.Е., Шелудька В.М., Шеремета А.Д., залучення зовнішніх ресурсів у формуванні місцевих бюджетів – у роботах Диби О.М., Крука В.В., Майорової Т.В., зовнішнє фінансування нових індустріальних країн – у роботах Хе Кінг Фонга, Богуславського М.М., Ширяєва Ю.С. тощо. Тим не менше, залишається чимало інших аспектів, що потребують теоретичного аналізу з подальшим впровадженням на практиці.

Постановка завдання. Метою статті є пошук принципів підвищення ефективності залучення зовнішнього фінансування в умовах трансформаційних перетворень.

Виклад основного матеріалу дослідження. Із розвитком глобалізаційних процесів у світі значення «переливу капіталу» між підприємствами, галузями та країнами значно зростає. Завдяки спрямуванню коштів у ті сфери, де планується одержати максимальний прибуток, економічні ресурси (які завжди є обмеженими) використовуються найбільш

* Науковий керівник: Расшивалов Д.П. – к.е.н., доц.

раціонально. В цьому контексті інституційне середовище відіграє одну з вирішальних ролей, тому що, по-перше, воно робить можливим ці перерозподільні процеси, а по-друге, визначає їх швидкість. У глобальному суспільстві темп зміни як уподобань споживачів, так і наявних технологій, а також загальної кон'юнктури ринку є дуже високим, тому ефективні інституційні механізми є не лише бажаними, а й життєво необхідними на сучасній стадії розвитку.

Кредитори та позичальники можуть взаємодіяти й напяму, знаходячи одне одного та домовляючись щодо необхідних умов: термінів, цільового призначення, вартості чи позичкового відсотка (якщо мова йде про комерційний проект) та ін. Але за такого варіанту обсяг транзакційних витрат є досить значним, до того ж потрібно враховувати й альтернативні витрати втрачених можливостей. Тому в країнах з розвинутою економікою та в багатьох країнах, що розвиваються на перше місце виходить опосередковане зовнішнє фінансування. В такому разі фінансові активи спрямовуються від кредитора до позичальника через фінансового посередника, а в зворотному напрямі відбувається рух фінансових вимог: прямих та опосередкованих [1, с. 201-202]. Подальші економічні відносини між сторонами залежатимуть від характеру та умов угоди, що укладається.

Інститути можуть мати як формальний, так і неформальний вигляд. Неформальні інститути (такі як мораль чи ділова етика) завжди мали й мають зараз велике значення, тому що не всі норми та правила доречно оформлювати юридично й надавати їм обов'язкового для виконання характеру. Щодо формальних інститутів, то вони набули значного поширення та розвитку останнім часом. Так Карташова К., погоджуючись із класифікацією формальних інститутів на політичні, економічні та системи контрактації, зазначає, що «у процесі реформування економіки України відбувається зміна уже встановлених інститутів та створення нових інституційних форм» [2, с.118]. І це дійсно так, тому що будь-яка реформа, що не забезпечена відповідною інституційною базою, не може досягти поставлених цілей.

До того ж, не зовсім вірною є постановка питання: яке інституційне середовище є оптимальним для економіки? Тому що, по-перше, економіка будь-якої країни зазнає постійних змін (прогресивних чи регресивних), окрім того постійно змінюється структура виробництва і споживання, що може бути дещо прихованим, якщо аналізуються лише макроекономічні агрегати – все це має знаходити своє відображення в інститутах, які уможливають та обслуговують ці процеси. По-друге, економіка майже будь-якої держави не є гомогенною (можливо, за винятком деяких монокультурних економік), тобто для різних галузей та підприємств можливим є виникнення додаткових інститутів на певному етапі розвитку та їх модифікація чи зникнення – через деякий час. Іншими словами, ринок – це передусім процес, що забезпечує гармонізацію інтересів різних його учасників з різними потребами, які постійно зазнають змін. Тобто намагання оптимізувати динамічний ринковий процес статичними інститутами не може мати довгострокового ефекту.

З огляду на вищесказане, доречно сформулювати чітке визначення поняття «інституційне середовище». Коваленко Ю.М. по відношенню до фінансового сектору пропонує наступний варіант: «Інституційне середовище фінансового сектору економіки – це сукупність політичних (юридичних) і економічних правил, неформальних (традиційних) норм, що формують умови для фінансової діяльності, структурують її і є фундаментальною передумовою перетворень у фінансовому секторі» [3, с. 93-94]. Отже, Коваленко Ю.М. також підкреслює значення не лише формальних та регламентованих правил, а й неформальних норм, що безумовно є вкрай важливим для більш широкого та повного розуміння сутності інституційного середовища.

Перепелиця Г.В. визначає інституційне середовище як «форму організації відносин, що являє собою сукупність формальних та неформальних рамок поведінки учасників економічних процесів, а також способів закріплення даних взаємодій і контролю за їх виконанням» [4, с. 7; переклад автора]. Тобто робиться акцент на тому, що інституційне середовище визначає певні рамки поведінки та здійснює (чи допомагає здійснювати) контроль за їх виконанням. Проте вплив у даному разі не є односпрямованим: як вже зазначалося, інституційне середовище також зазнає постійних змін, що особливо стають актуальними й очевидними в умовах світової фінансової кризи та в посткризовий період.

Таким чином, можна сформулювати наступне визначення даного поняття: інституційне середовище – це сукупність економіко-правових відносин, що уможливають та обслуговують процеси ринкових змін через формальні та неформальні норми й правила, та

самі зазнають перманентних змін з огляду на ефективність, яку вони забезпечують у економічній системі. Роль і значення інституційного середовища в процесі цивілізаційного розвитку матимуть тенденцію до збільшення через те, що кількість та обсяг транзакцій у економіці зростатиме, а їх обслуговування буде забезпечуватися в тому числі й за рахунок ринкової інфраструктури та сукупності відповідних економіко-правових відносин. У той самий час інституційне середовище також формує базу для економічного зростання, тому що за відсутності умов та інститутів, що забезпечують належний захист прав приватної власності, процеси нагромадження капіталу та інвестування не будуть забезпечені на належному рівні.

Інституційне середовище та принципи його формування мають особливе значення в країнах з трансформаційною економікою, так як вони визначають: а) напрямок змін (наприклад, ринковоорієнтований, інтенсивний, інноваційний розвиток); б) темпи змін (ефективні інститути здатні значно прискорити процес трансформації за збереження якості перетворень). Все це особливо гостро спостерігається в галузях, що пов'язані із залученням зовнішнього фінансування. Фінансові ринки завжди є дуже волатильними та вразливими до цілої низки чинників, у тому числі й до очікувань інвесторів. Очікування в свою чергу значною мірою ґрунтуються на оцінці невизначеності інвестором (у розумінні невизначеності в традиції Ф. Найта як суб'єктивної характеристики, на противагу ризику, що може бути математично визначеним [5]) ринкової кон'юнктури.

Отже, якщо трансформаційні процеси відбуваються непослідовно, захист прав приватної власності не забезпечений на найвищому рівні, то й невизначеність, пов'язана з інвестуванням у дану країну зростає, а відповідно зростає також норма прибутку, що здатна компенсувати інвестору ризикові проекти (згідно із співвідношенням: більший ризик / невизначеність – більша рентабельність інвестування). І навпаки: за вдалого здійснення трансформаційних перетворень невизначеність та ризику зменшуються, та інвестора може задовольнити й менш прибутковий проект. Тобто обсяги інвестування в країну будуть безпосередньо залежати від стабільності внутрішньої економічної кон'юнктури та ефективності інституційного середовища. Дана взаємозалежність є об'єктивною, і довгострокові позитивні зрушення можливі лише за умов відповідності інститутів до завдань, що вирішують економічні агенти. Відповідно до різних завдань і потреб споживачів, домогосподарств, інвесторів, підприємців і т.д. виникатимуть різні інститути – оптимальні для даного сегменту ринку та даного періоду часу. Не можна *a priori* стверджувати, що якийсь з них є найоптимальнішим (тому що існують різні економічні агенти, які мають різні потреби), скоріше варто звернути увагу на те, щоб їх виникнення, модифікація та зникнення відбувалося конкурентним шляхом без штучних монопольних переваг одних над іншими. Іншими словами, потрібно орієнтуватися не на оптимальну форму інститутів (яку ми не можемо знати *ex ante*), а на створення ринкових умов, що призведуть до формування інституційного середовища, яке відбиватиме економічні реалії суспільства.

Важливим елементом для зростання ефективності залучення зовнішнього фінансування є стабільність валютного курсу. Хоча в короткостроковому періоді девальвація національної валюти сприяє зростанню експорту, але це не є приводом для рекомендації таких заходів щодо стимулювання економіки з кількох причин. По-перше, зростання експорту супроводжується паралельним падінням імпорту. Імпортні товари стають дорожчими й менш доступними для споживачів всередині країни. По-друге, відбувається перерозподіл багатства серед різних груп населення (особливо страждають люди з фіксованими доходами: пенсіонери, отримувачі соціальних виплат тощо). По-третє, інфляція сприяє виникненню фази буму, яка в свою чергу неминуче переростає в фазу економічного спаду (глибокі дослідження в цьому напрямі було проведено Людвігом фон Мізесом [6] та Нобелівським лауреатом Фрідріхом Гаском [8]), причому чим більшим є інфляційний бум, тим серйознішою є й рецесія. Окрім того, так як фаза буму супроводжується накопиченням помилок, що є наслідком монетарної та кредитної експансії, в цілому після завершення всіх фаз економічного циклу суспільство зазнає чистих збитків.

Отже, доречно проаналізувати динаміку курсу долара США по відношенню до української гривні. Зміну курсу за останній рік наведено на рис. 1 (за даними [8]).

З кривих купівлі-продажу валюти видно, що за цей час позиції гривні значно послабилися. За винятком різкого зростання наприкінці року, а потім – стрімкого падіння курсу американського долара, решта часу не супроводжувалася суттєвими валютними

коливаннями. Це є запорукою стабільності та обнадійливим фактором. Проте спостерігається й низка негативних моментів. Перш за все, курс гривні все ж таки має тенденцію до зниження. До того ж, не можна сказати, що відносна стабільність курсу досягнута суто ринковими методами. НБУ здійснював значні інтервенції на валютному ринку, запроваджувалися й певні адміністративні важелі впливу. Небезпека адміністративного втручання полягає в тому, що суб'єкти економіки вже не можуть адекватно діяти, реагуючи на цінові сигнали, які не відбивають реального стану речей. Це насамперед стосується експортерів та імпортерів, але згодом розповсюджується по всій економічній системі.



Рис. 1. Динаміка готівкового курсу 1USD/1UAH за період з 27.05.2012 по 27.05.2013

Джерело: за даними [8]

Важливою складовою створення ефективного інституційного середовища в Україні є розвиток і стабільне функціонування фінансових посередників різних типів: депозитного, кредитно-ощадного та інвестиційного. Органічне поєднання різних посередників на ринку може забезпечити якнайкраще задоволення потреб населення та інвесторів. У цьому процесі велике значення відіграватимуть відсоткові ставки, які мають бути ринковими задля того, щоб ресурси спрямовувались у раціональному напрямі. У випадку надмірної кредитної експансії відсоткові ставки можуть опускатися нижче за рівень, що склався б на ринку вільної конкуренції, й певні інвестиційні проекти можуть починати реалізовуватися, хоча в суспільстві на даний момент недостатньо ресурсів для їх успішного завершення, але підприємці не можуть це усвідомити через занадто низькі відсоткові ставки, що через процес дисконтування роблять ситуацію більш оптимістичною, ніж вона є насправді. Функціонування посередників має бути наближеним до умов вільної конкуренції, а не олігополістичного об'єднання, яке координує свої дії з умовою максимізації прибутку за рахунок меншого задоволення потреб споживачів своїх послуг.

Ще однією загрозою для фінансової системи в контексті фінансових посередників є вірогідність того, що обсяг резервів, який зберігається установою (зокрема, банками) виявиться в певний момент часу меншим за той обсяг попиту, що вкладники пред'являть до запитання. При цьому, розв'язання даної проблеми шляхом укрупнення фінансових установ є також далеко не ідеальним, так як стабільність у короткостроковому періоді призводитиме до збільшення розриву між резервами, що зберігаються й грошовою масою, яку вкладники можуть пред'явити до запитання в будь-який момент. Це небезпечно як колапсом фінансової системи, так і збільшенням амплітуди коливань економічного циклу. Тому більш правильним є збільшення норми резервування банківських установ, ніж їх укрупнення й лише відкладення накопичених проблем на певний час. Такі заходи призведуть до зменшення темпів зростання під час фази буму, але й рецесія пройде на настільки довго й відчутно.

Загалом є очевидним те, що в економіці накопичилась ціла низка системних проблем, спроби вирішити які кейнсіанськими методами не мають жодних позитивних наслідків.

Зосередженість виключно на короткостроковому періоді призвела до глибокого рецесійного стану в усій світовій економіці та нестабільності кон'юнктури, особливо в фінансовій сфері. Спроби постійного стимулювання економіки за рахунок зниження відсоткових ставок, монетарної та кредитної експансії, боргового фінансування тощо мають своїми наслідками неспроможність багатьох галузей, регіонів та країн відновити свої позиції на докризовому рівні й вибудувати структуру виробництва відповідно до кон'юнктури на ринку.

Вдосконалення інституційних механізмів та інституційного середовища залучення зовнішнього фінансування в нашій країні має відбуватися в напрямку інтеграції з провідними міжнародними фінансовими інституціями. Україна не зможе досягти значних успіхів без успішної співпраці з МВФ та Групою Світового Банку. Наша країна й на сьогодні реалізує чимало спільних проектів з даними організаціями, але вихід на якісно новий рівень взаємин є не просто бажаним, а необхідним для мінімізації наслідків світової фінансової кризи, посткризової нестабільності, а також реалізації превентивних заходів у майбутньому. Міжнародні фінансові установи здатні акумулювати значні обсяги коштів і активів, що за вдалого використання й розміщення сприятимуть зменшенню циклічних коливань.

Інституційна інтегрованість має дозволити створити вільний ринок для взаємовигідного «переливу капіталу» між регіонами та країнами. Саме для підвищення ефективності залучення та використання коштів і активів має існувати інституційна співпраця. Якщо ж вона буде використовуватися виключно з метою залучення якомога більшого обсягу кредитів на якомога більший термін, то така політика матиме суттєві негативні наслідки в середньо- та довгостроковій перспективі. Боргове фінансування економіки не може тривати занадто довго й призводить в кінцевому випадку до глобальних проблем як у монетарній галузі, так і у реальному секторі (Греція та низка інших європейських країн можуть слугувати прикладом).

Отже, інституційна інтеграція є важливою передумовою розвитку економіки країни, так як відкриває цілу низку потенційних можливостей для зростання ефективності залучення й використання фінансових потоків. Але вона може містити й потенційну загрозу у випадку нарощування державного боргу, тому діяльність у цьому напрямку має бути виваженою та чітко прорахованою на перспективу.

Висновки та подальші дослідження.

1. Розвинуте інституційне середовище уможливорює й підвищує ефективність міжнародних фінансових потоків, що особливо необхідно в умовах трансформаційних перетворень.

2. Акцент має робитися не на пошуку оптимальних інститутів, а на створенні ринкових умов, які в свою чергу призведуть до виникнення інститутів, що відповідатимуть економічним реаліям у конкретний момент часу.

3. Сформульовано визначення інституційного середовища як сукупності економіко-правових відносин, що уможливають та обслуговують процеси ринкових змін через формальні та неформальні норми та правила, та самі зазнають перманентних змін з огляду на ефективність, яку вони забезпечують у економічній системі.

4. Якщо в умовах трансформації економіки не захищено належним чином права інвесторів і приватної власності, то це призводить до зростання невизначеності й ризиків інвестування в дану країну з відповідним скороченням обсягів і напрямів вкладання активів у економіку країни.

5. Важливим елементом залучення зовнішнього фінансування в економіці є стабільність валютного курсу. За останній рік спостерігається невелика девальвація гривні, але вона не є критичною. Курс національної валюти має визначатися за рахунок впливу попиту й пропозиції, а не валютних інтервенцій НБУ.

6. Доцільною є інституційна інтеграція України у європейську та світову систему. Необхідно лише зважати на потенційну небезпеку значного нарощування обсягів державного боргу.

Література

1. Золковер А.О. Місце інституційних інвесторів у інвестиційній теорії / А.О. Золковер // Міжнародний збірник наукових праць. – 2011. – Випуск 1 (19). – С. 201-206 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://eztuir.ztu.edu.ua/662/1/201.pdf>

2. Карташова К. Вдосконалення інституційного середовища як умова прискорення зростання економіки України / К. Карташова // Студентська молодь і науковий поступ: Матеріали VI Міжвузів. щоріч. наук. студ. конф. ; Львів. ун-т бізнесу і права. – Л. : ЛУБП, 2009. – 252 с. – С. 117-122.
3. Коваленко Ю.М. Сутність інституційного середовища фінансового сектора економіки / Ю.М. Коваленко // Економічний вісник Донбасу. – 2011. – №1 (23). – С. 92-97.
4. Перепелица Г.В. Формирование институциональной среды в российской экономике : автореферат на соискание ученой степени кандидата экономических наук : 08.00.01 / Г.В. Перепелица, Казанский государственный финансово -экономический институт. – Казань, 2006. – 21 с.
5. Frank H. Knight. Risk, Uncertainty, and Profit. –Boston MA: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, 1921. – [Electronic resource]. – Access mode http://oll.libertyfund.org/?option=com_staticxt&staticfile=show.php%3Ftitle=306&Itemid=27
6. Мизес Людвиг фон. Теория денег и кредита / Людвиг фон Мизес. – Челябинск: Социум, 2012. – 808 с.
7. Хайек Ф.А. Цены и производство / Ф.А. Хайек. – Челябинск: Социум, 2008. – 216 с.
8. Динамика изменения наличного курса 1USD/1UAH Украина. Finance.ua. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://charts.finance.ua/ru/currency/cash>

References

1. Zolkover, A.O. (2011), "Place of institutional investors in investment theory", *Problemy teorii ta metodologii bukhhalterskoho obliku, kontroliu i analizu*, issue 1 (19), 201-206, available at:<http://eztuir.ztu.edu.ua/662/1/201.pdf>
2. Kartashova, K. (2009), "Perfecting of institutional environment as the condition acceleration of economic growth Ukraine", *Studentska molod i naukovyi postup*, [Students young and scientific progress], *Materialy VI Mizhvuzivskoi shchorichnoi naukovoї studentskoї konferentsii*, [Proceedings of VI Interuniversity annual scientific student conference], Lviv. un-t biznesu i prava, pp. 117-122.
3. Kovalenko, M. (2011), "The essence of the institutional environment of the financial sector of economy", *Ekonomichnyi visnyk Donbasu*, no. 1(23), pp. 92-97.
4. Perepelitsa, G. (2006), "The formation of institutional environment in the Russian economy", Thesis abstract for Cand. Sc. (Econ.), 08.00.01, Kazan State Finance and Economics Institute, Kazan, Russia, 21 p.
5. Frank H. Knight. (1921), Risk, Uncertainty, and Profit, Boston MA: Hart, Schaffner and Marx; Houghton Mifflin, available at:http://oll.libertyfund.org/?option=com_staticxt&staticfile=show.php%3Ftitle=306&Itemid=27
6. Mises, Ludwig von (2012), *Teoriya deneg i kredita* [The Theory of Money and Credit], Sotsium, Chelyabinsk, Russia, 808 p.
7. Hayek, F.A. (2008), *Tseny i proizvodstvo*, [Prices and production], Sotsium, Chelyabinsk, Russia, 216 p.
8. The dynamics of Ukrainian currency exchange rate. Finance.ua, available at: <http://charts.finance.ua/ru/currency/cash>