

М. В. Корнєєв,
к. е. н., доцент

ОСОБЛИВОСТІ ПЕРЕРОЗПОДІЛУ ІНВЕСТИЦІЙНИХ РЕСУРСІВ В УМОВАХ ФІНАНСІАЛІЗАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

М. Korneyev,
PhD in Economics

FEATURES OF REDISTRIBUTION OF INVESTMENT RESOURCES IS IN THE CONDITIONS
OF FINANCIALISATION OF ECONOMY

Визначено напрями впливу фінансової економіки на перерозподіл інвестиційних ресурсів. Досліджено вплив показників фінансiалiзацiї на рух iнвестицiйних потокiв. Iдентифiковано диспропорцiї руху iнвестицiйних потокiв пiд впливом фiнансiалiзацiї економiки.

The directions of influence of financial economics on the redistribution of investment resources is considered. Investigational influence of indexes of financialisation on motion of investment streams. Disproportions of motion of investment streams under act of financialisation economy are identified.

Ключові слова: інвестиції, ресурси, потоки, фінансова економіка, фінансiалiзацiя, рух, модель, диспропорцiя, перерозподiл.

Key words: investments, resources, streams, financial economy, financialisation, motion, model, disproportion, redistribution.

ВСТУП

У сучасних умовах господарювання процес активного розподілу інвестицій під впливом фінансiалiзацiї економiки дещо змістився в бік фінансової площини та набув особливого змісту. Процес фінансiалiзацiї економiки, що охопив вже весь Західний світ, почав поступово охоплювати і країни, що розвиваються, та країни з перехідною економiкою, наприклад, країни Латинської Америки, Африки, Центральної та Східної Азії, Східної Європи. Для кожної окремо взятої країни процес фінансiалiзацiї проходить не однаково. Одним із актуальних завдань на сучасному етапі є виведення універсальної моделі, за допомогою якої можна було б вимірювати вплив показників фінансiалiзацiї на ключові економічні показники країни (в тому числі вплив фінансiалiзацiї економiки на інвестиційні процеси).

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ ТА ПУБЛІКАЦІЙ

Оскільки інвестиційні потоки країни також залежать від рівня розвитку фінансової економіки, багато вчених намагались дослідити диспропорції їхнього руху в існуючих умовах. Зокрема серед відомих дослідників, які у своїх роботах досліджували вплив фінансiалiзацiї на процес інвестування були О. Орхангазі [1], Дж. Тобін [3], Дж. Кротті [4], Е. Штокхаммер [5], Р. Бойер [6], А. Торнелл [7] та багато інших.

МЕТА СТАТТІ

Дослідити засади перерозподілу інвестиційних ресурсів в умовах фінансiалiзацiї економiки та визначити диспропорції руху інвестиційних потоків під впливом такої фінансiалiзацiї в конкретних умовах господарювання.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Проводячи паралелі між процесами фінансiалiзацiї та інвестуванням і прив'язанням їх до теорії про хвилі Кондратьєва отримуємо наступні результати. В першій фазі відбувається поступове нарощування виробництва за рахунок активного інноваційно-інвестиційного підйому в реальному секторі. З ростом продуктивності реального сектору на ринку опиняється достатня кількість різноманітної продукції, яка перенасичує його, у зв'язку із чим між виробниками починає наростати конкуренція за ринки її збуту. Декому із виробників доводиться поступатися своїми прибутками і "заморожувати" інвестиції. В третій фазі в хід залучаються процеси фінансiалiзацiї, які перенаправляють "заморожені" інвестиційні кошти на фінансовий ринок, де вони залучаються до короткострокових спекулятивних операцій з метою швидкого нарощування капіталів. Однак надлишкова кількість капіталу на фінансовому ринку провокує до появи так званих "фінансових бульбашок", які набуваючи критичного значення, починають руйнуватись і тим самим, спричиняють кризові си-

Таблиця 1. Погляди різних вчених щодо впливу фінансiалiзацiї на процес iнвестування

№	Автор, посилання	Характеристика
1	Дж. Тобін, [3]	Доки фінансові активи будуть пропонувати більш високу дохідність ніж реальні інвестиційні проекти, доти більше буде інвестовано саме в них. Тобто фінансові інвестиції витіснятимуть реальні. Однак це не може довго продовжуватись на макрорівні, оскільки не можливо безкінечно нарощувати прибутки і при цьому не підкріпляти їх виробничими потужностями
2	Дж. Кротті, [4]	Протягом періоду фінансiалiзацiї нефінансові корпорації за рахунок збільшення своїх фінансових інвестицій вимушені створювати або купляти фінансові дочірні компанії у зв'язку із низькими прибутками від реального сектору
3	Е. Штокхаммер, [5]	Фінансiалiзацiя змусила нефінансові фірми поводити себе як учасник фінансового ринку. Тобто вони відійшли від своїх попередніх засад функціонування спрямованих на довгостроковий ріст за рахунок реального накопичення капіталу
4	Р. Бойер, [6]	Не дивлячись на те, що фінансiалiзацiя дозволяє полегшити не фінансовим корпораціям отримати вихід на фінансовий ринок, вона також може підняти вартість капіталу, зробивши його дорожчим для залучення коштів із фінансового ринку
5	А. Торнелл, [7]	У країнах, що розвиваються, фірми віддають перевагу вкладати в більш ліквідні оборотні активи на фінансовому ринку, які здатні швидше принести очікуваний дохід, ніж у необоротні основні засоби

туації четвертої фази циклу Кондратьєва. Виходом із даної фази є повний перезапуск економіки, тобто витіснення з ринку слабких виробників і неконкурентоспроможних технологій.

Під час фінансiалiзацiї економіки значної активності у своїй діяльності набувають окремі суб'єкти фінансового сектору (інвестиційні компанії тощо).

Активний процес фінансiалiзацiї характерний для США у пост воєнний період, коли виробництво в різних сферах досягло свого максимального значення і потрібно було шукати шляхи додаткового нарощування прибутків. Починаючи із 70-х років ХХІ століття, американська фінансова економіка почала активно розвиватись і набувати стрімких обертів, що спричинило зміщення діяльності нефінансових корпорацій у сторону фінансового ринку. Це, у свою чергу, мало наслідки для структурних змін в балансі корпорацій. Як відомо, будь-які структурні коливання в балансі суб'єкта бізнесу можуть відіграти негативну роль на його загальному становищі. Так, О. Орхангазі у одній зі своїх робіт виділив два негативні моменти, які, на його думку, впливають із взаємодії між інвестуванням в реальний сектор і фінансiалiзацiєю [1]:

— зростання здійснюваних нефінансовою корпорацією операцій (платежів та ін.) на фінансовому ринку може перешкоджати надходженню реальних інвестицій, зменшуючи при цьому внутрішні потужності корпорації, що тим самим обмежує керівництво корпорації в можливості подальшого планування діяльності (з'являється проблема нарощування волатильності);

— зростання фінансових інвестицій і нарощування так званого "швидкого" фінансового прибутку витісняє реальні інвестиції, прибуток від яких очікується лише в довгостроковій перспективі, змушуючи при цьому керівництво фірм перенаправляти свої ресурси від інвестування в реальний сектор у сторону фінансової економіки.

Протягом 1970—2011 рр. у структурі балансу не фінансових корпорацій США частка фінансових активів стрімко зростала на противагу зменшенню долі основних засобів. За цей період частка основних засобів зменшилась на понад 5% (із 24% до 19%). Це ще раз підтверджує наявність негативного зв'язку між фінансiалiзацiєю і інвестиціями в основні засоби, під час якої інвестиції у фінансові активи витісняють інвестиції в реальному секторі. Збільшення фінансових активів у нефінансових корпораціях відбулося в основному за рахунок ліквідних короткострокових інвестицій та інших фінансових активів. Як серед малих, так і серед великих нефінансових корпорацій спостерігається зниження дебіторської заборгованості і авансів в той час, коли готівка і короткострокові

інвестиції та інші фінансові активи зростали. Тенденція зміни структури балансу протягом фінансiалiзацiї економіки для малих і великих нефінансових корпорацій є однаковою, проте, зважаючи на те, що великі корпорації володіють потужнішими основними засобами, то їхня частка зменшилась близько на 17 %, а для малих — майже наполовину у відповідь на відповідне нарощування фінансових активів. Оскільки відбуваються структурні зміни у складі балансу корпорацій у сторону збільшення фінансових активів, то це автоматично відбивається на співвідношенні між позичковим і власним капіталом корпорації. Розмір внутрішнього корпоративного боргу поступово збільшується, тим самим послаблюючи позицію корпорації. У зв'язку з цим актуалізується зростання волатильності на рівні фірм, що також позначилося на інвестиційній поведінці фінансових інститутів. Чим вища волатильність економіки, тим сильніше вона відображає невизначеність цін і тим швидше це призводить до росту попиту на короткострокові ліквідні активи. Висока волатильність спонукає інвесторів уникати вкладення ресурсів в основний капітал, оскільки такі вкладення носять довгостроковий характер і мають у нестабільних умовах великий ризик неопукності. Така ситуація є надзвичайно небезпечною для корпорацій зі слабкими основними засобами, оскільки швидке збільшення фінансових активів за рахунок притоку фінансових інвестицій і поступова втрата її реальних потужностей запускає повільний механізм, який веде фірму до банкрутства. Аналогічним є вплив процесу фінансiалiзацiї і на розподіл інвестицій в країнах Західної Європи. Взагалі, проблема фінансiалiзацiї економіки почала цікавити зарубіжних вчених в кінці ХХ століття (табл. 1). Вітчизняні експерти почали досліджувати дану проблему лише протягом останніх років. Це пов'язано з тим, що поступова експансія фінансовою економікою економічного життя в цілому відбувалася з різними темпами в різних регіонах світу.

Ці та інші вчені поклали свої дослідження для вирішення наступних явищ, які виникають під час фінансiалiзацiї економіки: значне збільшення норми прибутку, отриманого від фінансового капіталу у порівнянні із основним; різке зменшення інвестиційних ставок в основний капітал; зростання кількості придбання фірмами реального сектору короткострокових фінансових активів; збереження кредитної недосконалості ринку; високий рівень невизначеності і волатильності для ключових макро- і мікроекономічних показників.

З метою вирішення проблеми появи фінансових "бульбашок" в економіці і скорочення довгострокових інвестицій у виробничі засоби, що були спровоковані ак-

тивізацією процесу фінансiалiзацiї, потужнi iнвестори почали шукати альтернативнi варiанти, щоб диверсифiкувати свої iнвестицiйнi ризики для отримання додаткових прибуткiв. Одним iз таких варiантiв стали так званi ресурсозабезпеченi iнвестицiї. Ресурсозабезпечене iнвестування є характерним для країн, що мають значнi запаси природних ресурсiв, але перебувають у статусi найменш розвинутих країн, зокрема, це стосується країн Африканського континенту [8].

Китай вважається своєрiдним "новачком" вiдносно спiвпрацi з африканським континентом. Однiєю iз головних причин пiдвищеної активностi Китаю в iнвестицiйнiй дiяльностi по вiдношенню до Африки є пошук додаткових ресурсiв, потрiбних для розбудови та пiдтримки економiки країни, у зв'язку iз зростанням кiлькостi населення Китаю. Такий сценарiй дiй китайського правлiння спричиняє до наростання полiтичної i економiчної конкуренцiї за зони впливу мiж провiдними країнами свiту (США, Великобританiя, Францiя, Нiмеччина, Японiя). Мiжнароднi фiнансовi iнститути, в тому числi i китайськi, пропонують один iз зручних варiантiв фiнансування iнфраструктури та iнших галузей економiки країн, що мають низький економiчний рiвень розвитку, проте володiють потужною ресурсною базою, випуск товарно-забезпечених цiнних паперiв, тобто, iншими словами, запустити процес сек'юритизацiї [9;10]. Основними проблемами в упровадженнi цього процесу в дiю залишаються: цiноутворення на ресурси, управлiння резервами країни, розмiром частки сек'юритизацiї вiд загального обсягу активiв, операцiйний ризик та структура управлiння. Розумний розподiл засобiв, отриманих завдяки товарнiй сек'юритизацiї, може значно прискорити рiст економiки країни i, тим самим, прискорити її диверсифiкацiю [9].

Ще одним iз iнструментiв, якi дозволили б країнам, що розвиваються, але мають великi запаси природних ресурсiв, пiдняти свiй економiчний розвиток, є вiдновлення дiяльностi державних iнвестицiйних фондiв. Налагодження дiяльностi цих iнститутiв дозволило б не тiльки стабiлізувати i зберегти дохiднiсть не лише за рахунок iнвестування в iноземнi активи, а також i внутрiшнiх iнвестицiй (iнфраструктуру, освiту, медицину тощо) [8].

Одним iз яскравих прикладiв активiзацiї фiнсової економiки є проведення фiнсової лiбералiзацiї, максимальне усунення всiх обмежень в дiяльностi фiнсових установ, повна вiдкритiсть внутрiшнього i зовнiшнього фiнсових ринкiв. Фiнсова лiбералiзацiя сприяє послабленню контролю з боку держави за фiнансами i повинна сприяти її економiчному зростанню, розвитку ринку, збiльшенню притоку зовнiшнiх iнвестицiй. Важливо враховувати рiвень економiчного розвитку держави, оскiльки для країн iз високим рiвнем розвитку фiнсової лiбералiзацiї може взагалi не принести нiяких структурних змiн, а для країн, що розвиваються, значно вплинути її загальнооекономiчне становище. Заходи фiнсової лiбералiзацiї не завжди несуть виключно позитивнi ефекти для країни, де вона проводиться, а iнколи може навлiсть поглибити її кризове становище.

Розглянувши приклади впливу процесiв фiнсовiзацiї економiки на процес iнвестування можна зробити кiлька висновкiв.

По-перше, активний розвиток фiнсової економiки сприяє деiндустрiалiзацiї економiки. Тобто iнвестицiї поступово перетiкають iз реального сектору у фiнсовий, де за рахунок швидкого обороту приносять нiчим не пiдкрiпленi надприбутки.

По-друге, з ростом темпiв фiнсовiзацiї економiки зростає невизначенiсть i волатильнiсть її середовища. Це

змушує iнвесторiв бути обережнiшими та уникати довгострокових iнвестицiй в основнi засоби, якi в данiй ситуацiї є дуже ризиковими.

По-третє, з розвитком фiнсового ринку нефiнсовi корпорацiї активiзують свої операцiї на ньому за рахунок власних основних засобiв, якi могли б бути використанi для iнвестування. Змiнюючи структуру свого балансу в сторону нарощування лiквiдних фiнсових активiв i зменшення частки основних засобiв, корпорацiї, тим самим, збiльшують свiй корпоративний борг i наражають себе на небезпеку втрати власної платоспроможностi.

По-четверте, в перiод фiнсовiзацiї активно починають вести свою дiяльнiсть iнституцiональнi iнвестори (хеджевi фонди, iнвестицiйнi банки, пенсiйнi фонди, страховi компанiї), якi за рахунок вигiдних арбiтражних та iнших спекулятивних операцiй сприяють розiгрiву економiки i появі великих фiнсових "бульбашок". Таке нагiтання економiки дуже швидко збiльшує рiзноманiтнi фiнсовi ризики i тим самим призводить економiку до краху.

По-п'яте, процеси фiнсовiзацiї по-рiзному впливають на процес iнвестування в країнах з вiдмiнним рiвнем економiчного розвитку. Для країн з високим рiвнем розвитку фiнсової економiки повнiстю змiщує акценти iнвестицiй iз реального сектору на фiнсовий ринок, що змушує iнвесторiв постiйно маневрувати мiж рiзкими амплiтудами коливання вiдсоткових ставок, цiнами на цiннi папери тощо. Iнвестицiйна дiяльнiсть у бiльшiй мiрi стає пов'язаною iз злиттям i поглинанням фiрм нiж iз оновленням i розвитком технологiй. У країнах, що розвиваються, або з низьким рiвнем розвитку, а особливо тi, що мають значнi запаси корисних природних ресурсiв, починають демонструвати економiчне зростання, оскiльки є привабливими для мiжнародних iнвестицiй.

Тобто, як бачимо, розвиток фiнсової економiки по-рiзному впливає на iнвестицiйний розподiл не тiльки в розрiзi галузей економiки, а також i в розрiзi рiзних держав.

Iснуючi моделi дозволяють дослiдити вплив показникiв фiнсовiзацiї на рух iнвестицiйних потокiв лише на мiкрорiвнi або лише опосередковано торкаються макроекономiчного рiвня. Для того, щоб вирiшити дану проблему, перш за все, необхідно видiлити такi ключовi показники, якi б чiтко характеризували рiвень розвитку фiнсової економiки та iнвестицiйних процесiв країни в цiлому. Пiсля цього треба визначитись iз видом моделi. У рамках даного дослiдження в якостi моделi використаємо просту лiнiйну регресiю, але iз фiксованими ефектами. Особливiсть такої моделi полягає в тому, що кожна факторна змiнна не є випадковою, тобто вона була додана до моделi тiльки пiсля детального дослiдження того чи iншого явища i здiйснює свiй унiкальний вплив на результативну змiнну. Перш нiж переходити безпосередньо до розробки моделi, сформулюємо ряд гiпотез стосовно взаємодiї мiж фiнсовiзацiєю i розподiлом iнвестицiйних потокiв, якi спробуємо пiдтвердити або спростувати за допомогою одержаних результатiв:

— Україна i країни Схiдної Європи переживають протягом останнiх двадцяти рокiв активнi процеси фiнсовiзацiї економiки, якi впливають на перерозподiл iнвестицiй мiж рiзними секторами економiки;

— фiнсовiзацiя економiки суттєво впливає на прирiст всiх iнвестицiйних ресурсiв в усiх сферах економiки;

— у країнах Схiдної Європи розвиток фiнсовiзацiї економiки скорочує потiк iнвестицiй в реальний сектор;

— фінансiалiзацiя сприяє нарощуванню прямих iноземних iнвестицiй.

Для проведення дослідження з метою виявлення взаємозалежності між фінансiалiзацiєю i розподiлом iнвестицiйних ресурсiв були розглянутi 11 країн Схiдної Європи, у тому числі Україна, в перiод з 1991—2012 рр. (2013 рік був виключений iз дослідження через відсутність даних за деякими показниками за цей час). Побудову моделi для оцiнки залежності між показниками фінансiалiзацiї та рухом iнвестицiйних потокiв будемо проводити за допомогою програмних продуктiв STATA та STATISTICA.

В якостi показникiв фінансiалiзацiї були обранi саме ті, які, на нашу думку, здiйснюють найбільший вплив на перерозподiл iнвестицiйних потокiв [11]:

— відношення внутрішніх кредитiв фінансового сектору до ВВП (Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)), Dom_cred_fin — даний показник включає в себе всі кредити різних iнститутiв фінансового ринку (фінансові корпорації, лiзингові компанії, страхові компанії, пенсiйні фонди, валютні корпорації та iн.);

— відсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупній ВДВ (Value added in financial intermediation; realestate; renting and business activities), FIRE — показує частку участi фінансового сектору в загальному продукті країни;

— темп росту ВВП на душу населення (GDP per capita growth (annual %)), GDP — річні темпи росту ВВП у відсотках на душу населення на основі постійної місцевої валюти;

— загальні державні витрати на кінцеве споживання (General government final consumption expenditure), Gov_fin_cons — включає в себе всі державні поточні витрати на закупку товарiв i послуг (в тому числі i оплата праці), витрати на національну оборону i безпеку, але виключає iз себе військові витрати.

Для дослідження впливу фінансiалiзацiї на перерозподiл iнвестицiйних потокiв було обрано такі iнвестицiйні показники:

— iнфраструктурні iнвестиції, які включають в себе чотири види iнвестицiй відповідно: 1) iнвестиції в енергетику (Investment in energy), Energ — iнвестиції в iнфраструктурні проекти в галузі енергетики, електрики, передачі i розподілу природного газу тощо; 2) телекомунікаційні iнвестиції (Investment in telecoms), Telecom — iнвестиції в iнфраструктурні проекти в галузі телекомунікацій, які є фінансово завершеними i прямо або опосередковано слугують громадськості; 3) iнвестиції в транспорт (Investment in transport), Transp — iнвестиції в iнфраструктурні проекти в транспортній галузі, що охоплює розвиток виробничих потужностей, дорiг, залізниць, морського транспорту, авіаційної сфери та багато iншого; 4) iнвестиції в водопостачання i каналізації (Investment in water and sanitation), Wat — iнвестиції в iнфраструктурні проекти в галузі водопостачання i санітарії, які є фінансово завершеними i прямо або опосередковано слугують громадськості [13];

— валове накопичення капіталу (Gross capital formation), GCF — валові внутрішні iнвестиції в основний капітал економіки плюс чисті зміни рiвня запасiв [11];

— валове накопичення основного капіталу (Gross fixed capital formation), GFCF — валові внутрішні iнвестиції в основний капітал [12];

— прями іноземні iнвестиції (Foreign direct investment), FDI [11].

Залежними змінними в моделі виступатимуть iнвестицiйні показники, а незалежними показники фінансiалiзацiї: відношення внутрішніх кредитiв фінансового сек-

тору до ВВП i відсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупному ВДВ, незалежними — iнфраструктурні iнвестиції в чотири різні галузі, валове накопичення капіталу, валове накопичення основного капіталу i валові внутрішні iнвестиції в основний капітал. У якості контрольних змінних використаємо темп росту ВВП на душу населення i загальні державні витрати на кінцеве споживання. Відповідно до цього отримаємо рiвняння (1—7).

$$\begin{aligned} \text{Energ} &= 0,309 + 0,137 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{Energ} &= 0,305 + 0,26 \cdot \text{FIRE} \\ \text{Energ} &= -0,007 + 0,174 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,198 \cdot \text{GDP} + 0,004 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{Energ} &= 0,211 + 0,225 \cdot \text{FIRE} + 0,13 \cdot \text{GDP} + 0,033 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (1)$$

$$\begin{aligned} \text{Telecom} &= 0,153 + 0,35 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{Telecom} &= 0,009 + 0,500 \cdot \text{FIRE} \\ \text{Telecom} &= 0,002 - 0,025 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,244 \cdot \text{GDP} - 0,117 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{Telecom} &= 0,006 + 0,41 \cdot \text{FIRE} + 0,189 \cdot \text{GDP} - 0,069 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{Transp} &= 0,02 + 0,02 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{Transp} &= 0,009 - 0,058 \cdot \text{FIRE} \\ \text{Transp} &= 0,002 - 0,027 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,024 \cdot \text{GDP} + 0,009 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{Transp} &= -0,052 - 0,047 \cdot \text{FIRE} + 0,052 \cdot \text{GDP} + 0,074 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (3)$$

$$\begin{aligned} \text{Wat} &= 0,024 - 0,027 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{Wat} &= 0,011 + 0,023 \cdot \text{FIRE} \\ \text{Wat} &= 0,044 - 0,017 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,079 \cdot \text{GDP} + 0,003 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{Wat} &= 0,05 - 0,001 \cdot \text{FIRE} - 0,083 \cdot \text{GDP} - 0,051 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (4)$$

$$\begin{aligned} \text{GCF} &= 0,076 + 0,09 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{GCF} &= 0,046 + 0,357 \cdot \text{FIRE} \\ \text{GCF} &= -0,007 + 0,106 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,07 \cdot \text{GDP} - 0,0002 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{GCF} &= 0,02 - 0,06 \cdot \text{FIRE} + 0,041 \cdot \text{GDP} - 0,015 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (5)$$

$$\begin{aligned} \text{GFCF} &= 0,038 - 0,099 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{GFCF} &= 0,043 + 0,072 \cdot \text{FIRE} \\ \text{GFCF} &= -0,017 + 0,114 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,08 \cdot \text{GDP} + 0,005 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{GFCF} &= 0,007 + 0,08 \cdot \text{FIRE} + 0,05 \cdot \text{GDP} - 0,023 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (6)$$

$$\begin{aligned} \text{FDI} &= 0,03 + 0,065 \cdot \text{Dom_cred_fin} \\ \text{FDI} &= 0,017 + 0,114 \cdot \text{FIRE} \\ \text{FDI} &= 0,002 - 0,002 \cdot \text{Dom_cred_fin} + 0,145 \cdot \text{GDP} - 0,0006 \cdot \text{Gov_fin_cons} \\ \text{FDI} &= 0,03 + 0,081 \cdot \text{FIRE} + 0,114 \cdot \text{GDP} - 0,138 \cdot \text{Gov_fin_cons} \end{aligned} \quad (7)$$

Під час аналізу отриманих результатiв необхідно обов'язково враховувати значення основних параметричних критерiїв, за допомогою яких можна оцiнити точність i значущість результатiв моделі.

На основі проведеного дослідження впливу показникiв фінансiалiзацiї на рух iнвестицiйних потокiв в країнах Схiдної Європи можна зробити певні висновки:

— оскільки до розгляду були взятi країни Схiдної Європи, які, у своїй більшості, належать до країн, iз перехідною економікою i мають недостатньо високий рiвень економічного розвитку, тому про суттєвий вплив показникiв фінансiалiзацiї на економічні процеси, в тому числі i розподiл iнвестицiйних потокiв, мова не йде. Це підтверджується відносно низькими значеннями отриманих коефіцієнтiв, які не перевищують навіть 1;

— країни Схiдної Європи в процесі розвитку фінансової економіки показують зростання iнвестицiй в основні засоби. Це збільшення відбувається більшою мірою за рахунок внутрішніх ресурсiв суб'єктiв бізнесу, а паралельно iз цим корпоративний борг цих суб'єктiв зростає, що послаблює позиції реального сектору;

— зростання впливу фінансової економіки сприяє фінансовій відкритості економіки, що, у свою чергу, дозволяє нарощувати притік іноземних iнвестицiй (Україна, Азербайджан, Білорусія, Росія) зокрема у промисловість i фінансовий сектор, але поряд iз цим відбувається i зворотний процес — відтік іноземних iнвестицiй, що спричинено зростанням ступеня невизначеності i економічних ризикiв в країнах Схiдної Європи.

Таблиця 2. Результат кореляційного аналізу показників фінансiалiзацiї та iнвестування

Змiнна	Dom cred fin	GDP	FIRE	Gov fin cons	Open	Fin asset
Telecom	0,10	0,21	0,40	0,13	0,33	0,42
GFCF	0,78	0,15	0,65	-0,42	0,07	0,43
FDI	0,63	0,36	0,80	-0,28	0,36	0,67
PI	-0,50	0,13	-0,40	0,77	0,09	-0,08

Для iдентифiкацiї диспропорцiй руху iнвестицiйних потокiв пiд впливом фiнансiалiзацiї економiки в Українi протягом 1991—2012 рр. були розглянутi такi показники фiнансiалiзацiї [11]: вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сектору до ВВП (Domestic credit provided by financial sector (% of GDP)), Dom_cred_fin; вiдсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупнiй ВДВ (Value added in financial intermediation; realestate; renting and business activities), FIRE; вiдношення активiв фiнансового сектору до ВВП, Fin_asset; темп росту ВВП на душу населення (GDP percapita growth (annual %)), GDP; загальнi державнi витрати на кiнцеве споживання (General government final consumption expenditure), Gov_fin_cons; вiдкритiсть економiки (вiдношення суми експорту та iмпорту до ВВП), Open.

Показники, за допомогою яких можна оцiнити iнвестицiйний процес, було обрано наступнi: телекомунiкацiйнi iнвестицiї (Investment in telecoms), Telecom [13]; валове накопичення основного капiталу (Gross fixed capital formation), GFCF [11]; прямi iноземнi iнвестицiї (Foreign direct investment), FDI [11; 14]; чистi портфельнi iнвестицiї (Portfolio equity, net inflows), PI [11; 12].

Як бачимо, до розгляду були взятi не всi iнфраструктурнi iнвестицiї, а тiльки iнвестицiї у сферi телекомунiкацiї. Таке рiшення було прийнято з метою оптимiзацiї розрахункiв. Виходячи з попереднiх результатiв, показники фiнансiалiзацiї аналогiчним чином впливають на всi iнфраструктурнi iнвестицiї, тому оцiнку впливу фiнансової економiки на данi iнвестицiї будемо здiйснювати на прикладi телекомунiкацiйних. У якостi контрольних змiнних було обрано загальнi державнi витрати на кiнцеве споживання Gov_fin_cons та вiдкритiсть економiки Open.

Визначати вплив показникiв фiнансiалiзацiї на перерозподiл iнвестицiйних потокiв будемо за допомогою множинної регресiї. До цього проведемо кореляцiйний аналіз, щоб визначити мiру та значущiсть лiнiйної залежностi мiж змiнними. Отримавши кореляцiйну матрицю (табл. 2), ми бачимо, що такi показники фiнансiалiзацiї, як Dom_cred_fin, FIRE, Fin_asset, та Gov_fin_cons мають тiсний i, крiм того, значущий зв'язок iз усiма iнвестицiйними показниками крiм Telecom на вiдмiну вiд GDP i Open. Тому було прийнято рiшення виключити iз подальшого дослiдження цi три показники: Telecom, GDP, Open, оскiльки вони є незначущими для даної моделi.

Отже, кiнцевий варіант моделi вклучатиме такi лiнiйнi рiвняння регресiї (8—10).

$$GFCF = 0,036 + 0,514 \cdot Dom_cred_fin + 0,51 \cdot FIRE + 0,21 \cdot Fin_asset + 0,08 \cdot Gov_fin_cons \quad (8)$$

$$FDI = 0,61 + 0,304 \cdot Dom_cred_fin + 0,23 \cdot FIRE + 0,11 \cdot Fin_asset + 0,051 \cdot Gov_fin_cons \quad (9)$$

$$PI = -0,11 + 0,456 \cdot Dom_cred_fin + 0,067 \cdot FIRE + 0,407 \cdot Fin_asset + 0,85 \cdot Gov_fin_cons \quad (10)$$

Визначальний позитивний вплив на валове накопичення основного капiталу, GFCF здiйснюють показники фiнансiалiзацiї: вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сектору до ВВП, Dom_cred_fin i вiдсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупнiй ВДВ, FIRE. Зi збiльшенням на одиницю цих показникiв GFCF зростає вiдповiдно у 0,514 i 0,551 разiв, до того ж вплив Dom_cred_fin є статистично значущим. Вплив двох iнших показникiв є негативним i менш суттєвим. Пiд час аналізу залежностi мiж

показниками фiнансiалiзацiї i прямими iноземними iнвестицiями FDI було виявлено, що найбільшiй позитивний вплив на них здiйснює вiдсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупнiй ВДВ, FIRE. Зi збiльшенням останньої на одиницю чистi прямi iноземнi iнвестицiї зростають в 0,532 рази. На другому мiсцi по мiрi впливу знаходиться

вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сектору до ВВП, Dom_cred_fin. Його зростання спричиняє збiльшення FDI у 0,3 рази. У порiвнянні з цими показниками фiнансiалiзацiї Fin_asset вносить незначну частку у збiльшення FDI, а збiльшення Gov_fin_cons взагалi сприяє зменшенню значення FDI. Однак жоден iз отриманих коефiцiєнтiв не є статистично значущим, що може означає присутнiсть фактору випадковостi в отриманому результатi. Проводячи дослiдження сили залежностi чистих портфельних iнвестицiй, PI вiд показникiв фiнансiалiзацiї, було виявлено наступний результат. Найбiльшiй вплив на значення PI здiйснюють вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сектору до ВВП, Dom_cred_fin i вiдношення активiв фiнансового сектору до ВВП, Fin_asset. Зi збiльшенням на одиницю цих показникiв PI зростає вiдповiдно у 0,456 i 0,467 разiв. Вплив двох iнших змiнних є не суттєвим. Одним iз важливих моментiв у даному дослiдженнi є виявлення значного оберненого впливу показника FIRE за умови, якщо в дослiдженнi в якостi незалежних змiнних беруть участь FIRE i Gov_fin_cons. За таких умов зi збiльшенням на одиницю FIRE, PI зменшується в 0,583 рази. Таку ситуацiю можна пояснити тим, що вплив FIRE значно послаблюється з урахуванням Dom_cred_fin i Fin_asset. Тобто не завжди показники фiнансiалiзацiї пiдсилюють дiю один одного одночасно.

Таким чином, було проведено аналіз диспропорцiй руху iнвестицiйних потокiв пiд впливом фiнансiалiзацiї економiки в Українi. Протягом цього дослiдження було виявлено наступнi характернi особливостi даного процесу. Зростання валового накопичення основного капiталу (валових внутрiшнiх iнвестицiй в основний капiтал), GFCF пiд час збiльшення вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сектору до ВВП, Dom_cred_fin i вiдсотку доданої вартостi сектору FIRE у сукупнiй ВДВ, FIRE говорить про те, що в Українi, на вiдмiну вiд iнших країн, процес фiнансiалiзацiї нiбито сприяє розвитку реального сектору. Але якщо зупинитись на джерелах, якi забезпечують рiст iнвестицiй в основний капiтал, то стане зрозумiло, що цей рiст у бiльшiй мiрi вiдбувається за рахунок власних коштiв суб'єктiв пiдприємництва. Понад 50 % всiх iнвестицiй в основний капiтал формуються iз цього джерела. Це пiдтверджує те, що реальний сектор стає менш привабливим для iнвестора в умовах активного росту фiнансової економiки. На сьогоднішнiй день в Українi вiдбувається реальне скорочення прямих iноземних iнвестицiй, FDI в Україну. Рiзке зменшення прямих iноземних iнвестицiй супроводжується поступовим зменшенням вiдсотку доданої вартостi сектору FIRE у сукупнiй ВДВ, FIRE України та чистих прямих iноземних iнвестицiй. На кiнець 2013 р. спостерiгалось помiтне скорочення чистих прямих iноземних iнвестицiй (майже удвiчі) пов'язане не тiльки iз економiчними змiнами активностi процесiв фiнансiалiзацiї, а також iз нестабiльною полiтичною ситуацiєю, яка набула свого розвитку в цей перiод в Українi. Незначне зменшення FIRE пов'язане виключно iз коротким термiном, протягом якого вiдбулися значнi суспiльно-полiтичнi змiни в країнi [2].

Оскiльки портфельнi iнвестицiї виступають суто фiнансовими активами, то нарощення показникiв фiнансiалiзацiї: вiдношення внутрiшнiх кредитiв фiнансового сек-

тору до ВВП Dom_cred_fin і відношення активів фінансового сектору до ВВП, Fin_asset, що спостерігається в Україні, сприяє зростанню портфельних інвестицій, PI. Тобто отримані результати проведеного аналізу для виявлення взаємозв'язку між ключовими показниками фінансiалiзацiї та iнвестицiйним процесом в Україні пiдтверджується реально iснуючими тенденцiями в країні протягом 20 років. Особливо яскравим періодом прояву процесу фінансiалiзацiї економiки України видалися останні 10 років, коли українська економiка, як i всьа економiка свiту, переживала кризовий перiод.

ВИСНОВКИ

Проведене дослідження диспропорцій руху iнвестицiйних потокiв пiд впливом фiнансiалiзацiї економiки в країнах Схiдної Європи та України дає можливість зробити наступні висновки: процеси фiнансiалiзацiї економiки країн Схiдної Європи в тому числі i України, набувають свого розвитку, але є не такими значними як, наприклад, у США чи країнах Захiдної Європи; зростання показникiв фiнансiалiзацiї таких як, наприклад, вiдношення внутрiшніх кредитiв фiнансового сектору до ВВП, вiдсоток доданої вартостi сектору FIRE у сукупній ВДВ i вiдношення активiв фiнансового сектору до ВВП спричиняє до незначного збiльшення iнфраструктурних iнвестицiй, але в той же час ослаблює реальний сектор; виникнення високого ступеня невизначеностi i ризику на фiнансовому ринку країн Схiдної Європи та України, у зв'язку з неготовністю економiк цих країн до активних процесiв фiнансової лiбералiзацiї, як частини фiнансiалiзацiї економiки, спричиняє в останні роки до збiльшення вiдтоку прямих iноземних iнвестицiй iз деяких галузей; загалом активiзацiя фiнансiалiзацiї економiки країн Схiдної Європи i України не проявила себе ще в повній мiрi, як це вiдбулося в iнших країнах. Причиною цього можна вважати закритість економiк багатьох досліджуваних країн, що створювало перешкоди для розширення фiнансового ринку.

Література:

1. Orhangazi, Ozgur Financialization and the US Economy /Ozgur Orhangazi. — Northampton, Massachusetts: Edward Elgar Publishing, 2008.
2. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]: офіційний веб-сайт. — Режим доступу: <http://www.ukrstat.gov.ua/>
3. Tobin J. The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment / J. Tobin // Comment, in Pollin, R.(ed.), Ann Arbor, University of Michigan Press, 1997. — P.1—8.
4. Crotty J. The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era, in Epstein, G. (ed.) / J. Crotty // Financialization and the World Economy. — Northampton, MA: Edward Elgar, 2005. — P. 77—110.
5. Stockhammer E. Financialisation and the slowdown of accumulation / E. Stockhammer // Cambridge Journal of Economics, 2004. — Vol. 28. — №5. — P. 719—741.
6. Boyer R. Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis / R. Boyer // Economy and Society. — 2000. — №1. — P. 111—145.
7. Tornell A. Real vs. financial investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion? / A. Tornell // Journal of Development Economics, 1990. — № 32. — P. 419—444.
8. Halland H. Resource-Backed Investment Finance in Least Developed Countries / H. Halland, O. Canuto //

Poverty reduction and economic management (prem) network, 2013. — №123. — P. 1—7.

9. Songwe, V. From Bottom Billion to Top Trillion: Using Commodity-Backed Securities to Support the Future of Africa's Resource Economies [Electronic resource] / V. Songwe. — Mode of access: <http://www.brookings.edu/research/opinions/2013/04/17-future-africa-resource-economies-songwe>
10. Kenneth, K. Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development / K. Kenneth // Cardozo Law Review, 2008. — Vol. 29. — P. 1553—1728.
11. World Bank: official web-page [Electronic resource]. — Mode of access <http://www.worldbank.org/>
12. Official site of Private Participation in Infrastructure Database [Electronic resource]. — Mode of access: <http://ppi.worldbank.org/index.aspx>
13. Official site of The Global Economy [Electronic resource]. — Mode of access: <http://www.theglobaleconomy.com/>

References:

1. Orhangazi, O. (2008), Financialization and the US Economy, Edward Elgar Publishing, Massachusetts, Northampton.
2. The official site of the State Statistics Committee of Ukraine (2014), available at: <http://www.ukrstat.gov.ua/> (Accessed 5 January 2014).
3. Tobin, J. (1997), The Macroeconomics of Savings, Finance and Investment, Comment, in Pollin, R.(ed.), Ann Arbor, University of Michigan Press.
4. Crotty, J. (2005), "The Neoliberal Paradox: The Impact of Destructive Product Market Competition and 'Modern' Financial Markets on Nonfinancial Corporation Performance in the Neoliberal Era, in Epstein", Financialization and the World Economy, pp. 77—110.
5. Stockhammer, E. (2004), "Financialisation and the slowdown of accumulation", Cambridge Journal of Economics, vol. 28, № 5, pp. 719—741.
6. Boyer, R. (2000), "Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis", Economy and Society, vol. 1, pp. 111—145.
7. Tornell, A. (1990), "Real vs. financial investment: can Tobin taxes eliminate the irreversibility distortion?", Journal of Development Economics, vol. 32, pp. 419—444.
8. Halland, H. and Canuto, O. (2013), "Resource-Backed Investment Finance in Least Developed Countries", Poverty reduction and economic management (prem) network, vol. 123, pp. 1—7.
9. Songwe, V. (2014), "From Bottom Billion to Top Trillion: Using Commodity-Backed Securities to Support the Future of Africa's Resource Economies", [Online], available at: <http://www.brookings.edu/research/opinions/2013/04/17-future-africa-resource-economies-songwe>. (Accessed 4 Jan 2014).
10. Kenneth, K. (2008), "Securitization and Its Discontents: The Dynamics of Financial Product Development", Cardozo Law Review, vol. 29, pp. 1153—1728.
11. The Official web-page of World Bank (2014), available at: <http://www.worldbank.org/> (Accessed 5 January 2014).
12. The Official site of Private Participation in Infrastructure Database (2014), available at: <http://ppi.worldbank.org/index.aspx> (Accessed 5 January 2014).
13. The Official site of The Global Economy (2014), available at: <http://www.theglobaleconomy.com/> (Accessed 5 January 2014).

Стаття надійшла до редакції 24.06.2014 р.