

НАГРОМАДЖЕННЯ КАПІТАЛУ РЕАЛЬНОГО СЕКТОРА ТА ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА ДЕРЖАВИ

Проблема нагромадження капіталу реального сектора економіки ніколи не втрачала своєї актуальності у зв'язку з дефіцитністю капіталу як ресурсу (хоча на певних етапах розвитку окремих країн мали місце надлишкові заощадження та відбувався "експорт" капіталу). Формування глобальних ринків на засадах ліберальних концепцій розвитку протягом тривалого періоду 1990–2000-х рр. зумовило виникнення новітньої системи міжнародного перерозподілу капіталу та внесло корективи у дієвість фінансової політики окремих держав. Вплив державної фінансової політики на нагромадження капіталу у реальному секторі країн з ринками, що формуються, до яких відноситься Україна, має свої особливості, пов'язані із невисоким рівнем розвитку фінансового сектора, несформованістю ринкових інститутів та пов'язаними з цим вищими (порівняно з розвиненими країнами) ризиками інвестування. Низька норма нагромадження капіталу практично перекреслює перспективи економічного розвитку країни, тоді як можливості державної фінансової політики в умовах глобалізації обмежуються. Разом це створює комплекс невирішених економічною наукою проблем.

Проблема нагромадження капіталу загострилася після фінансової кризи унаслідок падіння норми нагромадження в 2009–2010 рр. та переформатування світової фінансової архітектури, зумовленого стрімким зростанням боргової залежності розвинених країн і відповідного здорожчання вартості фінансових ресурсів на світових ринках. Це зумовлює актуальність дослідження *теоретико-методологічних аспектів формування такої державної фінансової політики, яка б сприяла процесам нагромадження капіталу реального сектора.*

Метою дослідження є аналіз тенденцій, виокремлення проблем та розроблення концептуальної основи (*framework*) державної фінансової політики, орієнтованої на нагромадження капіталу реального сектора України, та визначення її параметрів.

Теоретико-методологічні основи впливу фінансової політики держави на процеси нагромадження капіталу реального сектора економіки було закладено у роботах Дж.Даймонда³⁹, С.Кузнеця⁴⁰,

П.Ромера⁴¹, Т.Серджента та Н.Уоллеса⁴², С.Майерса⁴³, М.Міллера та інших зарубіжних економістів. В українській економічній науці окремі проблеми формування державної фінансової політики досліджувались у роботах В.Баліцької, А.Даниленка, Т.Єфименко, Ю.Іванова, В.Опаріна, А.Соколовської, Л.Шаблістої, С.Юрія, А.Федоренка та інших. Дослідження у сфері державної фінансової політики можна поділити на три основні групи: перша – це розроблення проблем впливу окремих складових такої політики та/або її інструментів на макроекономічні показники; друга – це розроблення питань взаємозв'язку між окремими макрофінансовими індикаторами та економічним зростанням; третя – це роботи, у яких досліджується взаємозв'язок складових такої політики та їхній спільний вплив на окремі макрофінансові індикатори. Сегментація досліджень у сфері державної фінансової політики не дала можливості чітко визначити спільну для усіх її складових кінцеву ціль. Саме це завадило формуванню концептуальної визначеності щодо принципового питання економічного розвитку – впливу такої політики на нагромадження капіталу реального сектора економіки.

Визначення основоположних понять цього дослідження є необхідним для унеможливлення двозначних трактувань його змісту та висновків. Під реальним сектором ми розуміємо сектор нефінансових корпорацій (корпорації, основним видом діяльності яких є виробництво ринкових товарів або нефінансових послуг відповідно до п. 4.94 СНР 2008) та некорпоративний сектор (приватні підприємці), якому відповідають окремі субсектори сектора домогосподарств – п.4.161 СНР 2008 – роботодавці (*employers*) та самозайняті особи (*own-account workers*)⁴⁴. Таке визначення дещо відрізняється від загальнопоширеного, відповідно до якого реальний сектор – сукупність галузей економіки, що виробляють матеріальні та нематеріальні товари і послуги, за винятком фінансово-кредитних і біржових операцій, які не відносяться до цього сектора⁴⁵. На-

³⁹ Diamond J. Government Expenditure and Economic Growth: An Empirical Investigation // IMF Washington D.C. – IMF Working Paper. – № 89/45.

⁴⁰ Simon Kuznets & Elizabeth Jenks, 1961. "Summary of Findings [Capital in the American Economy: Its Formation and Financing]" [Електронний ресурс] // NBER Chapters, in: Capital in the American Economy: Its Formation and Financing / National Bureau of Economic Research, Inc. – P. 389–428 – Доступний з : <<http://www.nber.org/chapters/c1452.pdf>>.

⁴¹ Romer P. Increasing Returns and Long Run Growth // Journal of Political Economy. – 1986. – Vol. 94. – P. 1002–1037.

⁴² Sargent T. and Wallace N. Some Unpleasant Monetarist Arithmetic // Quarterly Review, FRB of Minneapolis, fall 1981 [Reprinted in Rational Expectations and Inflation. – 2nd Edition NY: Harper Collins College Publishers 1993].

⁴³ Stewart C. Myers The capital structure puzzle // Journal of Finance. – 1984. – № 39. – P. 575–592.

⁴⁴ System of National Accounts 2008 [Електронний ресурс] – UN, New York, 2009. – 663 p.– Доступний з : <<http://unstats.un.org/unsd/sna1993/img/pdf.gif>>.

⁴⁵ Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б. Современный экономический словарь. – 5-е изд., пере-

ми свідомо не враховується нагромадження капіталу у секторі публічних державних послуг, що зумовлене такими умовами формування джерел його фінансування, які докорінно відрізняються від ринкових.

Під державною фінансовою політикою ми розуміємо законодавчо визначену діяльність держави з регулювання фінансових відносин у суспільстві та перерозподілу фінансових ресурсів між секторами та інституційними одиницями, яка включає монетарну та фіскальну політику. Для успішної реалізації стратегічних завдань економічного розвитку країни ієрархія завдань фінансової політики повинна бути підпорядкована пріоритетній інструментальній цілі – нагромадженню капіталу реального сектора. У свою чергу, фінансова стабільність має розглядатись як одна з передумов, необхідних для нагромадження капіталу, тобто як інструментальна ціль такої політики.

На необхідності підпорядкування інструментальних цілей державної фінансової політики нагромадженню фінансових ресурсів для розвитку економіки наголошує А.Даниленко, який визначає фінансову політику як сукупність цілеспрямованих державних заходів щодо формування і ефективного використання фінансових ресурсів країни, що включають в себе ресурси її окремих регіонів, секторів економіки, підприємств і домогосподарств для забезпечення стабільного соціально-економічного розвитку країни на основі використання відповідних фінансово-монетарних важелів та інституційного середовища, що сприяють реалізації цієї політики⁴⁶. Відповідно до цього визначення розкривається механізм дії державної фінансової політики на економіку через вплив на фінансові ресурси (термін "фінансові ресурси" у цьому випадку означає джерела власного і позичкового капіталу) та їхнє ефективне використання.

Зважаючи на відсутність консенсусу в розумінні поняття капіталу реального сектора, необхідно визначити його недвозначне змістовне наповнення та підходи щодо його кількісного виміру у нашій роботі. Ми поділяємо підхід, започаткований С.Кузнєцом, відповідно до якого "у сучасному суспільстві капітал – це запаси засобів (*the stock of means*), відокремлених від людей і юридично закріплених у розпорядженні (суб'єкта. – **В.З.**) для проведення економічних трансакцій, спрямованих на виробництво товарів або доходів"⁴⁷. Ним чітко

визначаються дві основні форми капіталу – товари, або матеріальні активи (*tangible assets*), та вимоги (*claims*), до складу яких С.Кузнєц включає фінансові та нематеріальні активи.

До складу капіталу реального сектора необхідно включати всі форми, які виникають у процесі його кругообігу, зокрема, машини, обладнання, запаси, готову продукцію, товари, фінансові активи тощо. Визначаючи обсяги нагромадження капіталу реального сектора, некоректно ігнорувати приріст оборотних фінансових активів, оскільки це питання забезпечення ліквідності підприємств та видів економічної діяльності. Це стосується як теорії фінансів, так і цілей державної фінансової політики. Будь-яке підприємство (або інвестиційний проект) не може функціонувати без фінансових активів через необхідність підтримання розсудливого рівня ліквідності, відповідно дебіторська заборгованість (у межах нормального періоду оборотності) та грошові кошти є не менш важливою складовою капіталу, так само як необоротні активи. Пропонується під нагромадженням капіталу реального сектора розуміти приріст активів у цілому, включаючи, але не обмежуючись чистим приростом матеріальних активів (необоротних та оборотних) і фінансових активів, які використовуються у виробничій діяльності. Йдеться про збалансований приріст активів підприємств реального сектора, що зумовлює їхнє безперебійне функціонування.

Необхідні обсяги капіталу у формі основних засобів та оборотних матеріальних активів є технологічно обумовленими і залежать від тривалості виробничого циклу та ринкової вартості зазначених активів. Підходи до визначення необхідних для нормального функціонування підприємств реального сектора обсягів фінансових активів (дебіторської заборгованості та фінансових ресурсів) також є загальновідомими (моделі управління робочим капіталом, грошовим циклом та ліквідністю, які пов'язують попит на ліквідність із рівнем процентної ставки, зокрема, це поширена модель В.Баумоля⁴⁸). Щодо приросту дебіторської заборгованості, то слід відрізняти такий приріст, пов'язаний зі зростанням обсягів продажу підприємств, у межах нормальної тривалості її періодів погашення, від надмірного нагромадження заборгованості у зв'язку з неплатоспроможністю контрагентів та платіжною кризою⁴⁹.

В економічній літературі питання нагромадження капіталу реального сектора досліджується окремо на мікро- та макрорівні.

На мікрорівні для кожного окремого підприємства важливим питанням є структура джерел фінансування активів, тобто їхній розподіл на власні

раб. и доп. – М. : ИНФРА-М, 2007. – 495 с. – (Б-ка словарей "ИНФРА-М").

⁴⁶ Фінансово-монетарні важелі економічного розвитку : у 3 т. / за ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка. – Т. 1 : Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації. – К. : Фенікс, 2008. – 468 с.

⁴⁷ Simon Kuznets & Elizabeth Jenks Capital Formation, Saving, and Financing: Definitions and Relations [Електронний ресурс] // Capital in the American Economy: Its Formation and Financing / National Bureau of Economic Research, Inc. – 1961. – Р. 15. – Доступний з : <<http://www.nber.org/chapters/c1444.pdf>>.

⁴⁸ Baumol W.J. The transaction demand for cash: An inventory theoretic approach // Quarterly Journal of Economics. – 1952. – November. – P. 545–556.

⁴⁹ Гончарук А.Г. Платіжний кризис в економіці України: аналіз причин и стратегия преодоления : монографія. – Одеса : Астропринт, 2000. – 148 с.

кошти та запозичення. За визначенням О.Терещенка, "сукупний капітал підприємства складається з власного та позичкового капіталу"⁵⁰. Проблема нагромадження капіталу перебуває в центрі уваги численних теорій структури капіталу, серед яких добре відомі конкуруючі між собою теорії компромісу (*trade-off theory of capital structure*) А.Крауса та Р.Ліценберґера⁵¹, таргетованого левериджу С.Майерса (*leverage target adjustment theory*)⁵² та ієрархії джерел фінансування капіталу (*the Pecking Order theory*) Г.Доналдсона, розвинена і популяризована С.Майерсом та Н.Меджлафом⁵³. Основною проблемою є пошук оптимального співвідношення між власним і позичковим капіталом за критерієм максимізації рівня прибутковості підприємства.

На макрорівні проблема нагромадження капіталу реального сектора розглядається у тісному взаємозв'язку з нормою заощаджень, інвестиційним кліматом та фінансовою стабільністю у країні. Процеси нагромадження капіталу досліджуються без урахування структури джерел його фінансування, переважно в рамках пошуку збалансованості між заощадженнями та інвестиціями взагалі. Серед великого різноманіття підходів щодо використання інструментів фінансової політики держави для впливу на рівень нагромадження капіталу на макрорівні можна виділити дві основні концепції: активної та ліберальної (нейтральної) політики.

Активна політика спрямована на підвищення норми нагромадження (теоретична основа – ідея Дж.М.Кейнса щодо необхідності вилучення надлишкових заощаджень, які не трансформуються в інвестиції). В умовах недосконалості ринкових механізмів та слабкості фінансового сектора "форсоване" нагромадження капіталу можливе і доцільне у формі державних інвестицій у підприємства реального сектора (не обов'язково державної форми власності), шляхом надання податкових пільг та фінансової підтримки. Ліберальна політика базується на положеннях про ефективність ринкового аллокативного механізму розміщення ресурсів, необхідності стимулювання приватних заощаджень та обмеження рівня державного перерозподілу ВВП.

Спільним для обох типів державної політики є положення про те, що низька норма заощаджень та висока реальна процентна ставка не сприяють нагромадженню капіталу реального сектора. Оби-

дві концепції базуються на спільних критеріях оптимальності, але відповідно до першої оптимальний рівень норми заощаджень встановлюється автоматично, а відповідно до другої держава може і повинна підвищувати його за допомогою інструментів активної політики.

Фінансова система країни є завжди збалансованою матрицею фінансових відносин між окремими контрагентами, у тому числі – із зовнішнім сектором. У цьому зв'язку важливою для нашого предмету є наступна теза – якщо *фінансові зобов'язання держави зростають швидшими темпами, ніж її фінансові активи, це уповільнює процес нагромадження капіталу інших секторів, зокрема реального сектора*. Йдеться про те, що загальні обсяги доступних джерел фінансування активів обмежуються двома негнучкими параметрами – фактичними обсягами внутрішніх заощаджень та потенційними обсягами зовнішніх запозичень. Ми поділяємо точку зору Дж.Бьюкенена про те, що у ринковій економіці зростання бюджетного дефіциту значною мірою витісняється ("offset") скороченням приватних інвестицій унаслідок зменшення вільних фінансових ресурсів. Такий підхід є достатньо ґрунтовно розробленим у рамках гіпотези щодо ефекту витіснення ("crowding out"), започаткованої у роботі Р.Спенсера та У.Йохе. Саме ними було обґрунтовано положення про те, що фіскальна політика забезпечує додаткові витрати, але не забезпечує додаткових джерел фінансування⁵⁴. Багатьма прихильниками цього підходу було доведено, що сила дії ефекту витіснення залежить від умов фінансування державних витрат. Зокрема, Дж. Даймонд установив закономірність: якщо державні витрати фінансуються за рахунок податкових надходжень – це прямо зменшує обсяги заощаджень у недержавних секторах економіки, якщо такі витрати фінансуються за рахунок внутрішніх запозичень – це зумовлює зменшення пропозиції вільних фінансових ресурсів на ринку і, відповідно, погіршує умови залучення ресурсів для фінансування активів реального сектора⁵⁵. На основі аналізу статистичних даних А.Ахмедом та С.Міллером було встановлено, що фінансування державних інвестицій за рахунок податкових надходжень більшою мірою витісняє приватні інвестиції, аніж боргове фінансування⁵⁶. Отже, в умовах закритої економіки, держава *не може суттєво підвищити норму нагромадження капіталу реального сектора, але може її суттєво знизити!!*

⁵⁰ Терещенко О.О. Фінансова санація та банкрутство підприємств. – К.: КНЕУ, 2000. – с. 105.

⁵¹ Alan Kraus, Robert H. Litzenberger A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage // Journal of Finance. – September 1973. – P. 911–922.

⁵² Stewart C. Myers The capital structure puzzle // Journal of Finance. – 1984. – № 39. – P. 575–592.

⁵³ Myers Stewart C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. – 1984. – № 13. – P. 187–221.

⁵⁴ Spencer R.W. and Yohe W.P. Crowding Out of Private Expenditures by Fiscal Policy Actions // Federal Reserve Bank of St. Louis. – October 1970. – P. 13.

⁵⁵ Diamond J. Government Expenditure and Economic Growth: An Empirical Investigation // IMF Working Paper / IMF Washington D.C. – № 89/45.

⁵⁶ Ahmed H., Miller S.M. Crowding-out and crowding-in effects of the components of government expenditure // Contemporary Economic Policy. – 2000. – № 18. – P. 124–133.

Існує точка зору, що в умовах глобалізації фінансових ринків теоретична конструкція "ефекту витіснення" втрачає чинність, оскільки значно розширюються можливості підприємств залучати джерела фінансування капіталу на зовнішніх ринках, і тому вплив "ефекту витіснення" на обсяги приватних інвестицій послаблюється⁵⁷. До певних меж такий механізм працює, проте остання фінансова криза переконливо довела, що раптова недоступність зовнішніх джерел фінансування (в умовах кризи) може на тривалий час паралізувати фінансову систему країни та зупинити інвестиційний процес.

Ми підтримуємо точку зору, згідно з якою ефект витіснення послаблюється з розвитком національного фінансового сектора (йдеться про внутрішні джерела фінансування нагромадження капіталу). Для цього пропонується визначити коефіцієнт абсорбції шляхом ділення валового державного боргу на агрегат широких грошей. Підвищення цього коефіцієнта означає посилення ефекту витіснення. Нами було доведено, що саме низька абсорбційна спроможність фінансових систем країн із ринками, що формуються, впливає на волатильність ринкових процентних ставок та їхню залежність від фіскальної політики. Характерним є щільний взаємозв'язок між обсягами державного боргу і рівнем процентної ставки, що можна вважати особливістю взаємодії монетарної і фіскальної політик у цій групі країн⁵⁸.

Державна фінансова політика впливає на процес нагромадження капіталу реального сектора через прямі і непрямі канали впливу⁵⁹. Відповідно до нашого підходу до непрямих каналів впливу відносяться монетарний канал (вплив через рівень процентних ставок та обмінний курс). До прямих каналів впливу – фіскальний і кредитний канали впливу. Через фіскальний канал державна політика шляхом оподаткування впливає на обсяги чистого прибутку і, відповідно, потенційних джерел самофінансування підприємств. Фіскальна експансія (випереджаюче зростання державних витрат порівняно зі зростанням ВВП) спричинює зміни у структурі ВВП на користь споживання (у разі зростання соціальних видатків) і скорочення інвестицій, що призводить до формування дефіциту власного капіталу у промисловості. Далі у статті буде досліджено вплив державної фінансової політики на нагромадження капіталу реального секто-

ра України згідно із системним підходом, відповідно до якого *ефект витіснення посилюється разом із зниженням абсорбційної спроможності фінансової системи країни та відповідним зростанням реальних процентних ставок.*

Для визначення характеру та особливостей впливу державної фінансової політики на нагромадження капіталу реального сектора економіки України далі буде проаналізовано тенденції такого нагромадження капіталу разом із тенденціями норми заощаджень, а також зрушення у структурі джерел фінансування активів реального сектора у контексті фінансової політики.

Для визначення напрямів державної фінансової політики України щодо підвищення обсягів нагромадження капіталу реального сектора економіки спочатку ідентифікуємо проблеми та диспропорції у цій сфері. У табл. 1 наведено основні параметри, що характеризують тенденції нагромадження капіталу реального сектора України (до складу якого включено всі види економічної діяльності за винятком фінансової), інформація про активи і джерела фінансування яких оприлюднюється Держстатом.

За період із 2005 по 2012 рр. номінальні активи реального сектора зросли на 3,1 трлн грн, або в 2,57 раза, у тому числі оборотні – в 4,2 раза, необоротні – в 3,1 раза. Таким чином, мала місце тенденція до *випереджаючого зростання оборотних активів*. Тенденція щодо випереджаючого зростання оборотних активів у 2008–2010 р. може бути циклічно обумовленою і пов'язаною із: а) зростанням запасів готової продукції та незавершеного виробництва; б) зростанням дебіторської заборгованості у зв'язку зі зниженням платоспроможності контрагентів; в) дефіцитом ліквідності, зумовленим зростанням процентних ставок в умовах банківської кризи. Підприємства потребують додаткових, дедалі більших за обсягами джерел фінансування активів, що в умовах об'єктивного циклічного падіння норми заощаджень призводить навіть не до подорожчання, а до недоступності фінансових ресурсів. Погіршення активів і швидке зростання дебіторської заборгованості свідчить про формування низькоєфективної структури капіталу під час фінансової кризи 2008–2009 рр.

У 2010–2011 рр. тенденція щодо пропорційного зростання оборотних та необоротних активів відновилась, але для подолання структурних диспропорцій в активах реального сектора необоротні активи повинні зростати швидшими темпами у 2012–2014 рр. (за нашими оцінками *таке перевищення має становити 1,2 раза*). У майбутньому можливості щодо вирівнювання диспропорцій залежатимуть від двох речей: макроекономічної динаміки у 2013–2014 рр. та післякризової структури джерел фінансування на початку 2012 р.

Протягом 2005–2011 рр. відбулися значні зрушення не лише у структурі активів реального сектора, але й у джерелах їхнього фінансування. На рис. 1

⁵⁷ Crowding out [Електронний ресурс] // The Economist. – Доступний з : <<http://www.economist.com/research/Economics/alphabetic.cfm?letter=C#crowdingout>>.

⁵⁸ Зимовець В. Державна фінансова політика економічного розвитку: монографія / В.В.Зимовець ; НАН України ; Ін-т економіки і прогнозування НАН України. – К., 2010. – С. 227.

⁵⁹ Державна політика стабілізації фінансів підприємств : монографія / [А.І.Даниленко, В.В. Зимовець, О.М. Кошик та ін] ; за ред. чл.-кор. НАН України А.І.Даниленка ; НАН України ; Ін-т екон. та прогноз. – К., 2011. – С.41–44.

Таблиця 1

Тенденції нагромадження капіталу реального сектора економіки України, млрд грн

Показник	2005*	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Номінальні показники								
Активи	1213,6	1477,8	1739,2	2254,3	2925,4	3215,0	3672,8	4336,4
Необоротні активи	661,0	820,1	945,2	1116,6	1467,3	1458,3	1746,1	2017,1
Оборотні активи	552,6	657,7	794,0	1137,7	1458,1	1756,7	1926,7	2319,3
Власний капітал	568,2	641,4	778,3	972,3	1094,7	1171,9	1238,7	1389,8
Довгострокові зобов'язання	91,8	131,7	211,4	328,6	532,0	554,3	631,4	732,2
Поточні зобов'язання	553,6	704,7	749,5	953,4	1298,7	1488,8	1802,7	2214,4
Власний оборотний капітал (NWC)	-1,0	-47,0	44,5	184,3	159,4	267,9	124,0	104,9
Рівень боргової залежності	1,14	1,30	1,23	1,32	1,67	1,74	1,97	2,12
Покриття поточних активів NWC	-0,00	-0,07	0,06	0,16	0,11	0,15	0,06	0,05
Реальні показники, дисконтовані за індексом дефлятором ВВП								
Активи	1213,6	1189,9	1219,8	1288,6	1300,3	1264,6	1269,5	1295,5
Власний капітал	568,2	516,5	545,9	555,8	486,6	461,0	428,2	415,2

* На початок року.

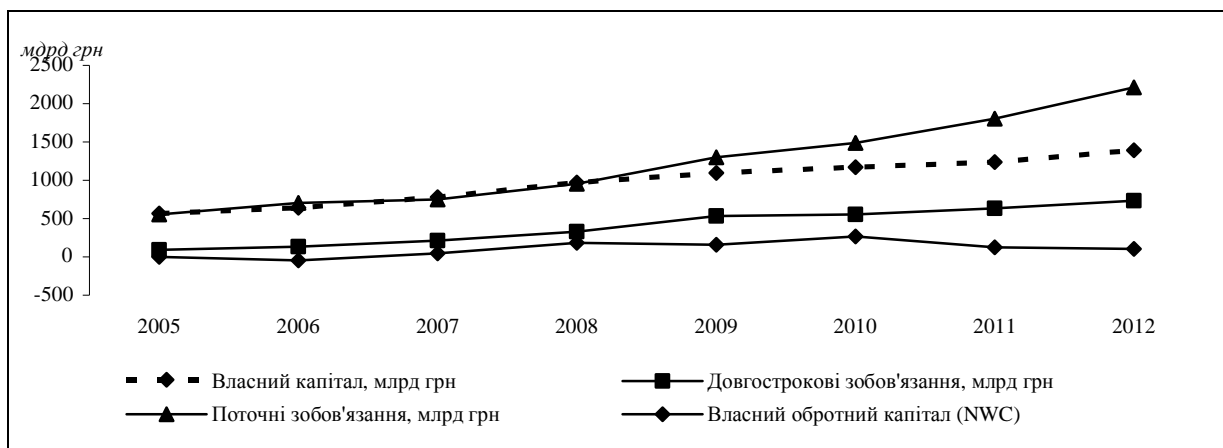
Джерело: за даними Держстату України [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.ukrstat.gov.ua>.

Рис. 1. Джерела фінансування активів реального сектора економіки України в 2005–2012 рр.

Джерело: складено за даними табл. 1.

порівнюються тенденції номінальних обсягів власних і залучених джерел фінансування активів реального сектора економіки України. Протягом 2005–2007 рр. власний капітал та поточні зобов'язання зросли в 1,7 раза, а довгострокові зобов'язання – в 3,6 раза. Через це дещо покращилася ситуація із забезпеченістю реального сектора власними обіговими коштами, консолідовані обсяги яких зросли з нуля (на початку 2005 р.) до 184 млрд грн (на початку 2008 р.). У кризовий період (2008–2009 рр.) поточні зобов'язання підприємств прискорено зросли в 1,56 раза, тоді як власний капітал – лише в 1,2 раза. Зростання довгострокових зобов'язань у 1,68 раза протягом 2008–2009 рр. пояснюється переважанням у їхньому складі зобов'язань в іноземній валюті та їхньою переоцінкою. Починаючи з 2010 р., погіршується забезпеченість реального сектора власним оборотним капіталом, який скоротився з 268 млрд грн на початку 2010 р.

до 105 млрд грн на початку 2012 р. (рис. 2). В умовах циклічно обумовленої стагнації банківського кредитування це призводило до розгортання платіжної кризи, подовження грошового циклу та зниження оборотності активів.

Помірне зростання боргової залежності підприємств реального сектора мало місце і в докризовий період (підвищення коефіцієнта загального левериджу з 1,14 на початку 2005 р. до 1,32 на початку 2008 р., табл. 1). Це пояснюється сприятливими макроекономічними умовами цього періоду, зростанням довіри між кредиторами і позичальниками і загалом оцінюється нами як позитивна тенденція. До того ж, прийнятним рівнем загального левериджу (у світовій практиці) вважається показник 1,5. Таким чином, розвиток фінансових відносин реального сектора України у докризовий період не характеризується обтяженістю боргами, рівень боргової залежності у згаданий період не досягає критичної межі.

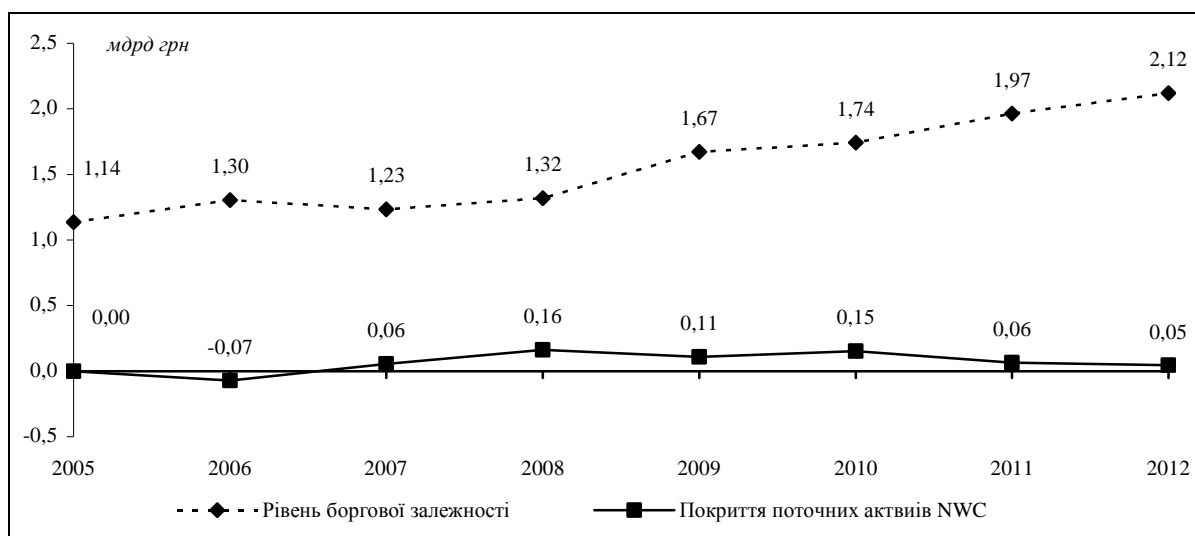


Рис. 2. Боргова залежність і забезпеченість власними оборотними коштами підприємств реального сектора економіки України у 2005–2012 рр.

Джерело: складено за даними табл.1.

Починаючи з 2008 р. сформувалася тенденція до швидкого зростання боргової залежності реального сектора (рис. 2) – з 1,32 на початку 2008 р. до 2,12 на початку 2012 р. Одночасно у цей же період погіршується забезпеченість реального сектора власними обіговими коштами – якщо до початку кризи за рахунок стійких джерел (власного капіталу і довгострокових зобов'язань) фінансувалось 16% оборотних активів, то в 2011–2012 рр. цей обсяг скоротився утричі – до 5% оборотних активів. *Ризики технічної неплатоспроможності у реальному секторі економіки України на початку 2012 р. досягли критичного рівня.* Дефіцит власного капіталу реального сектора на початку 2012 р. оцінюється на рівні 700–800 млрд грн (ідеться про те, що залучення позичкового капіталу на прийнятних для реального сектора умовах буде можливим лише після зниження левериджу до рівня 1,5, що впливає з теорії компромісу (*trade-off theory of capital structure*), відповідно до якої надмірний рівень боргової залежності погіршує умови кредитування⁶⁰).

Високі темпи зростання цін протягом 2005–2012 рр. вимагають від нас проаналізувати не лише номінальні тенденції активів і зобов'язань підприємств реального сектора, але й реальні (дисконтовані на темпи інфляції). Для цього номінальну вартість активів на початку кожного року було дисконтовано за кумулятивним індексом стосовно показника дефлятора ВВП за період 2005–2011 рр. Було отримано такі результати – *активи реального сектора України за останні 7 років фактично не зросли*: якщо на початку 2005 р. вони становили 1213,6 млрд грн, то на початку 2012 р. – 1296 млрд грн (що відповідає темпам приросту на рівні 0,93% на рік). Водночас власний капітал (у реальному

вимірі) скоротився з 568 млрд грн до 415 млрд грн, тобто на 27% (при цьому найбільші втрати власного капіталу припадають на 2008–2009 рр., протягом яких їхні обсяги становили 95 млрд грн). Поряд із впливом низки об'єктивних чинників, які зумовили збитковість підприємств (падіння експорту та переоцінка валютних боргів), на "втечу" капіталу з реального сектора впливала також політична та фінансова нестабільність, що зумовило зростання тіньової економіки.

Таким чином, серед основних тенденцій у динаміці капіталу реального сектора України у сучасних умовах (в 2005–2012 рр.) можна виділити такі: 1) чітко виражену стагнацію (дуже повільні темпи) зростання активів реального сектора; 2) суттєве погіршення інвестиційної привабливості та кредитоспроможності підприємств унаслідок процесу декапіталізації, що зумовив зростання боргової залежності; 3) циклічно обумовлене погіршення якості та структури активів підприємств реального сектора.

Тенденція до падіння обсягів власного капіталу реального сектора була зумовлена не лише циклічними збитками в 2008–2009 рр. Низька частка власних коштів у джерелах фінансування реального сектора мала місце і в докризовий період, що не дозволило нагромадити достатні резерви фінансової стійкості на період економічного спаду. В умовах високої волатильності обсягів кредитування, що характерна для України, реальний сектор її економіки характеризується надмірною вразливістю до коливань внутрішнього і зовнішнього попиту, що у свою чергу підвищує ризики інвестування і гальмує процеси нагромадження капіталу. Виникає замкнене коло.

Через це потребують вивчення причини *вкрай низького рівня заощаджень реального сектора*, оскільки ця проблема є ключовою. Поряд із впли-

⁶⁰ Stewart C. Myers The capital structure puzzle // Journal of Finance. – 1984. – № 39. – Р. 575–592.

вом інституційних чинників, які не є предметом цього дослідження, та об'єктивних чинників, пов'язаних зі світовою фінансовою кризою, на формування несприятливих умов нагромадження капіталу реального сектора впливала державна фінансова політика 2005–2010 рр. Далі, використовуючи положення про залежність ефекту витіснення від рівня абсорбційної спроможності фінансового сектора, ми з'ясуємо, наскільки відчутним був цей вплив (його масштаби) на процеси нагромадження капіталу. У табл. 2 наведено основні параметри впливу державної фінансової політики на процес нагромадження капіталу, серед яких найвагомішими (такими, що впливають на ефект витіснення) є рівень державного перерозподілу ВВП, норма заощаджень, рівень розвитку фінансового сектора (монетизація ВВП) та боргова залежність держави.

Можна виокремити такі визначальні тенденції. Якщо протягом 1999–2002 рр. рівень державного

перерозподілу ВВП перебував у межах, які не перевищували 35%, у наступному періоді (2003–2010 рр.) цей рівень мав чітко виражену тенденцію до зростання – з 35,6% ВВП у 2002 р. до 47,6% ВВП у 2010 р. Водночас тенденція до зниження боргової залежності держави (з 61% ВВП у 1999 р. до 12,3% ВВП у 2007 р.) співпадає з тенденцією щодо підвищення норми нагромадження капіталу загалом по економіці, яка зросла з 17,3% ВВП в 1999 р. до 27,9% ВВП у 2008 р. Таким чином, гіпотеза Дж. Даймонда про посилення ефекту витіснення у разі фінансування зростання державних витрат за рахунок збільшення податків (для періоду 1999–2007 рр. в Україні) не підтверджується. Разом із тим на рис. 3 чітко показано, що, починаючи з 2004 р., в Україні стрімко знижується норма валових заощаджень – із 31,8% в 2004 р. до 16,7% ВВП у 2009 р.

Таблиця 2

Параметри впливу державної фінансової політики на нагромадження капіталу реального сектора економіки України (1999–2010), %

Показник	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Рівень державного перерозподілу ВВП	34,1	34,5	34,4	35,6	37,2	41,5	44,1	44,6	44,3	45,0	49,3	47,6
Норма валових заощаджень	22,5	24,6	25,6	27,7	27,8	31,8	25,7	23,3	24,6	20,8	16,6	18,3
Монетизація ВВП	16,9	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	44,0	48,0	55,0	54,4	53,0	55,2
Норма нагромадження (ВНК)	17,3	19,6	21,8	20,1	22,0	21,1	22,6	24,7	28,2	27,9	16,7	18,3
Чисте запозичення до ВНК	-29,2	-25,2	-17,4	-37,8	-26,4	-50,5	-13,2	5,8	12,8	25,5	-0,0	-0,0
Державний борг до ВВП	61,0	45,3	36,5	33,5	29,0	24,7	17,7	14,8	12,3	20,0	34,7	39,5
Коефіцієнт абсорбції	360,7	238,2	163,1	116,8	81,4	67,8	40,2	30,8	22,4	36,7	65,5	71,5
Процентна ставка	55,0	41,5	32,3	25,4	17,9	17,4	16,0	15,1	13,9	17,6	20,9	14,6

Джерело: за даними Європейського банку реконструкції і розвитку [Електронний ресурс]. – Доступний з : <http://www.ebrd.com/>; Зведені національні рахунки [Електронний ресурс]. – Доступний з : www.ukrstat.gov.ua; Огляд депозитних корпорацій (включаючи Національний банк) [Електронний ресурс]. – Доступний з : www.bank.gov.ua.

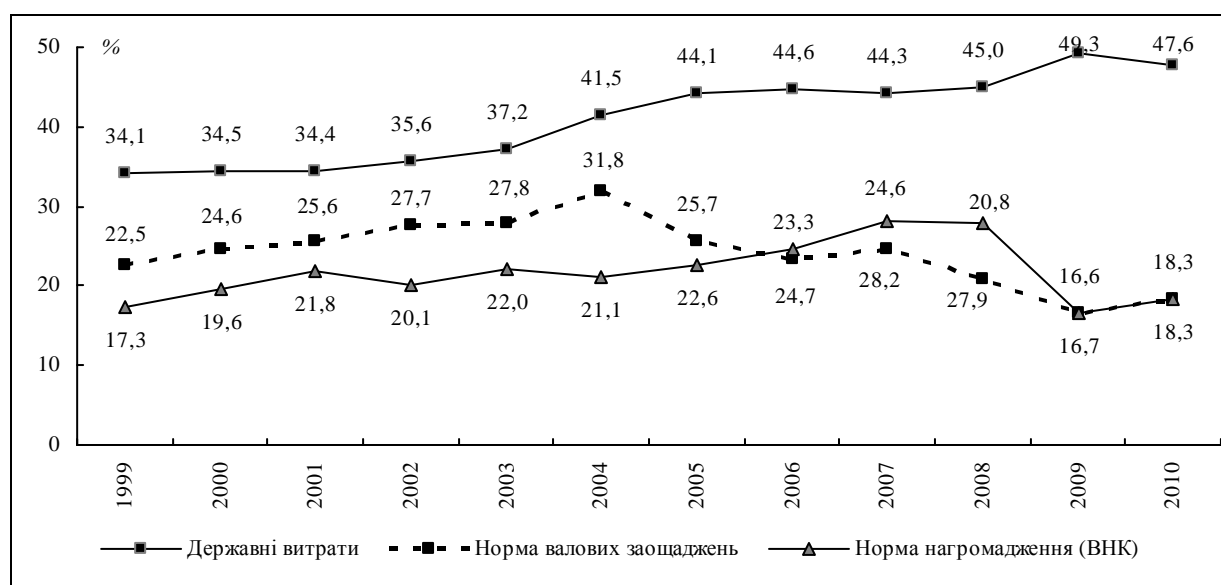


Рис. 3. Структурні зрушення в джерелах фінансування капіталу сектора нефінансових корпорацій в Україні в 2005–2010 рр.

Джерело: складено за даними табл. 2.

Ми пояснюємо збереження позитивної тенденції до зростання норми заощаджень у 2005–2007 рр. тим, що ефект витіснення не проявлявся внаслідок доступності фінансування на зовнішніх ринках та припливом іноземного капіталу у фінансовий сектор України. Відношення обсягів чистих запозичень до валового нагромадження капіталу зростало і становило 5,8% в 2006 р., 12,8% в 2007 р. і 25,5% у 2008 р, що цілком пояснює тенденцію до зростання норми нагромадження. Починаючи з 2009 р., зростання коефіцієнта абсорбції чинить негативний вплив на процеси нагромадження унаслідок прискореного зростання державного боргу порівняно зі спроможністю фінансового сектора України фінансувати таке зростання. Якщо на кінець 2007 р. коефіцієнт абсорбції становив 22,4%, то на кінець 2010 р. – 71,5%, що суттєво посилює ефект витіснення, як це відображається у падінні норми нагромадження капіталу в цілому по економіці (з 27,9% ВВП у 2008 р. до 18,3% ВВП у 2010 р.). Можна зробити висновок про *яскраво виражений негативний вплив державної фінансової політики на процеси нагромадження капіталу у реальному секторі через фіскальний канал*. Наслідком зниження абсорбційної спроможності фінансового сектора стало зростання дефіцитності фінансових ресурсів на внутрішньому ринку та відповідне формування тенденції до підвищення рівня процентних ставок (встановлено, що при такому перевищенні державним боргом обсягів грошової маси, за якого коефіцієнт абсорбції > 100%, процентні ставки стрімко зростають).

Зростання загального рівня процентних ставок в умовах значної "роздутості" активів реального сектора (йдеться про зростання частки дебіторської заборгованості) та високий рівень його боргової залежності, *фактично блокує кредитний канал впливу державної фінансової політики на процеси нагромадження капіталу реального сектора економіки України*. Відповідно, вирішення проблеми нагромадження капіталу зміщується у площину збільшення власних коштів (власного капіталу) підприємств.

Висновки. Повільні темпи зростання активів реального сектора (чітко виражена стагнація)

в 2005–2012 рр. (поряд із впливом інституційних чинників, включаючи несприятливе інвестиційне середовище в Україні за відсутності прогресу у його покращенні) були зумовлені:

- погіршенням інвестиційної привабливості та кредитоспроможності підприємств реального сектора внаслідок декапіталізації та зростання кредиторської заборгованості, що зумовило зростання їхньої боргової залежності;

- погіршення якості і структури активів підприємств реального сектора, що у поєднанні з уповільненням їхньої оборотності зумовило зростання попиту на зовнішні джерела фінансування;

- зниженням норми заощаджень *в цілому по економіці*, спричинене проциклічною фіскальною політикою в 2005–2008 рр., яка полягала в підвищенні рівня державного перерозподілу ВВП в умовах економічного зростання, і формуванням моделі економіки споживання, тобто економіки з низькою нормою нагромадження;

- вичерпанням податкових джерел фінансування державних витрат і стрімким зростанням державного боргу (за умови стагнації банківської системи і низького рівня монетизації ВВП), які призвели до суттєвого підвищення коефіцієнта абсорбції, що у поєднанні з недоступністю фінансування для переважної частини підприємств на зовнішніх ринках призвели *до посилення ефекту витіснення в 2009–2011 рр.*

У перспективі забезпечення сприятливих умов нагромадження капіталу реального сектора України потребує переходу до фіскальної політики, що базується на чітких правилах, до складу яких необхідно включити дотримання граничних рівнів коефіцієнта абсорбції, що дозволить упередити негативний вплив ефекту витіснення. Через це переконані, що орієнтована на нагромадження капіталу реального сектора довгострокова фінансова політика України – це поетапне зниження державного перерозподілу до рівня 35–40% ВВП, прийняттого для країн із середнім ступенем економічного розвитку, що дозволить вивільнити ресурси, необхідні для фінансування процесів нагромадження капіталу реального сектора.