



<https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.08.003>

УДК 336.647/.648

JEL: G32, G38, G41, D81

В.В. ЗИМОВЕЦЬ, д-р екон. наук, с. н. с.,
головний науковий співробітник відділу публічних фінансів
ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України»
вул. Панаса Мирного, 26, 01011, Київ, Україна
e-mail: zymovets_vlad@ukr.net
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-8542-3904>

ТІНЬОВІ ЛІКВІДНІ КАПІТАЛИ БІЗНЕСУ: ФОРМУВАННЯ І ВИКОРИСТАННЯ

Розроблено концептуальний підхід і алгоритм оцінювання обсягів тіньових ліквідних капіталів. Визначено тенденції і наслідки акумуляції та використання тіньових ліквідних капіталів. Показано, що акумуляція тіньових ліквідних капіталів під час війни є загрозою фінансовій безпеці країни. Проаналізовано функціональну спроможність державної політики протидії нелегальному відпливу капіталу.

Ключові слова: тіньова економіка; інвестиції; систематичний ризик; структура капіталу; фінансовий моніторинг; корпоративні фінанси; тіньовий ліквідний капітал.

Масштаби фінансових втрат України від війни є катастрофічно великими. На час написання статті сума необхідного для відновлення економіки фінансування оцінювалась у 486,2 млрд дол.¹, що у 2,7 разу перевищує ВВП країни за 2023 р., а пряма завдана війною шкода — у 152,5 млрд дол., або

¹ Ukraine — Third Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA3). World Bank Group. URL: <http://documents.worldbank.org/curated/en/099021324115085807/P1801741bea12c012189ca16d95d8c2556a> (дата звернення: 15.05.2024).

Ц и т у в а н н я: Зимовець, В. (2024). Тіньові ліквідні капітали бізнесу: формування і використання. *Економіка України*. 67. 08 (753). 03-28. <https://doi.org/10.15407/economyukr.2024.08.003>

© Видавець ВД «Академперіодика» НАН України, 2024. Стаття опублікована на умовах відкритого доступу за ліцензією CC BY-NC-ND license (<https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/>)

34,9 % від балансової вартості нефінансових активів по економіці в цілому². Кількість діючих підприємств у сфері нефінансового бізнесу тільки за перший рік повномасштабного вторгнення зменшилася на 29,4 %, тобто було втрачено близько третини виробничого потенціалу країни. Потреби в необхідному фінансуванні значно перевищують потенціал фінансової системи країни. За «нормальної» для України норми нагромадження (середнє значення норми валового нагромадження основного капіталу на рівні 17,9 % ВВП за 2010—2021 рр.) для фінансування відновлення економіки знадобиться не менше 15 років, тоді як бізнес потребує коштів для підтримки життєздатності й відновлення ще до закінчення війни.

Історично під впливом макрофінансових, інституціональних і політичних чинників сформувалася специфічна структура капіталу українського бізнесу, двома ключовими ознаками якої були аномально висока боргова залежність і акумуляція ліквідних капіталів за межами фінансової системи України. Довоєнні стратегії фінансування бізнесу в Україні передбачали нагромадження й зберігання частини ліквідного капіталу поза її фінансовою системою (Зимовець та ін., 2022). Унаслідок кумулятивного нагромадження тіншового ліквідного капіталу теперішня ситуація докорінно відрізняється від становища 1990-х років, коли дефіцит капіталу був ключовою проблемою бізнесу. За різними оцінками, у 1991—2018 рр. з України було виведено капіталу на суму близько 150 млрд дол.³, тому є підстави очікувати, що тіншовий ліквідний капітал може відіграти вагомий роль у фінансуванні першочергових потреб у відновленні бізнесу під час війни. На тлі вкрай обмеженого фінансового потенціалу держави і невизначеності з майбутніми обсягами зовнішньої фінансової допомоги залучення тіншових капіталів для підтримки життєздатності й відновлення бізнесу під час війни є актуальним завданням.

У науковій літературі тіншова економіка розглядається переважно в контексті протидії ухиленню від оподаткування, а детінізація економіки ототожнюється із зниженням частки тіншової економіки в її загальному обсягу (Савіна, Подолєвський, 2017). Цільовим завданням політики детінізації економіки визначається запобігання вилученню бізнесом частини капіталу з обігу на етапі нарахування (визнання) / отримання доходів (Тютюнник, 2019; Мазур, Шишак, 2017). Як окрема складова політики детінізації виділяється деофшоризація економіки (Паршин, Санакоєв, Самойлова, 2021). Проте слабким місцем усіх названих праць є відсутність конкретних пропозицій для політики детінізації економіки. Водночас у літературі поширено думку про невисоку ефективність адміністративних важелів протидії тінзації економіки (Варналій, 2014) і втечі капіталу (Бублик, 2020).

² Звіт про прямі збитки інфраструктури та непрямі втрати економіки від руйнувань внаслідок військової агресії Росії проти України станом на червень 2023 р. 60 с. URL: https://kse.ua/wp-content/uploads/2023/09/June_Damages_UKR_-Report.pdf

³ Нова індустріалізація — реальний шанс для України. Антикризова рада громадських організацій України. Київ, 2018. 39 с. URL: https://uspp.ua/assets/doc/maket_nov_2019.pdf

Методи оцінювання відносних обсягів тіньової економіки описано в багатьох наукових працях (Tanzi, 1983; Schneider, 2013; Medina, Schneider, 2018; Schneider, 2021). На основі математичних моделей визначено основні детермінанти тіньової економіки (Schneider, Asslani, 2022; Navickas et al., 2019). Хоча обчислені за різними методами рівні тіньової економіки суттєво різняться (Guomai, van de Ven, 2014), перевірити достовірність будь-якого з них без результуючого показника, а це тіньовий капітал, неможливо. У більшості праць з тіньової економіки питання нагромадження тіньового ліквідного капіталу залишилося поза увагою. Формування і використання тіньових доходів досліджуються відокремлено. Багато науковців (Kar, Spanjers, 2014; Дубровський, Черкашин, Гетман, 2021) наводять результати оцінювання абсолютних обсягів нелегального відпливу капіталу, але не визначають напрями його подальшого використання. Так, досліджується існування зв'язку прямих іноземних інвестицій в Україну з раунд-тріп інвестиціями за рахунок тіньових (виведених) капіталів, але не розкриваються джерела їх формування (Hobela et al., 2022). Спільним слабким місцем названих досліджень є відсутність балансуєчих стосовно тіньових доходів і витрат показників, що унеможливує верифікацію результату.

Для оцінювання обсягів тіньового ліквідного капіталу як показника запасу потрібен чіткий алгоритм. Обчислення вказаних обсягів і їх порівняння з потребами бізнесу у фінансуванні дадуть змогу визначити потенційну роль і місце тіньових капіталів у підтримці життєздатності й фінансуванні відновлення бізнесу під час війни.

Отже, **мета статті** — розробити методичний інструментарій для оцінювання обсягу тіньових ліквідних капіталів як потенційного джерела підтримки ліквідності й життєздатності бізнесу.

Тіньовий ліквідний капітал — це гроші та їх еквіваленти, які не відображаються у фінансових звітах підприємств і виведені за межі фінансової системи країни. Фактично, це частина тіньових доходів, не використаних на приватне споживання, а також частина легальних заощаджень домогосподарств поза фінансовою системою країни, включаючи готівкову іноземну валюту поза банками. Тіньовий ліквідний капітал включає:

- первинний тіньовий капітал — приватний капітал у ліквідній формі поза господарським обігом, сформований за рахунок нелегальних фінансових потоків, які не декларуються бізнесом у звітності й не можуть бути використані як державні фонди або приватний інвестиційний капітал у країні походження;
- вторинний тіньовий капітал — приватний капітал, сформований за рахунок задекларованих і легалізованих доходів, але виведений з фінансової системи країни для захисту від високих систематичних ризиків.

Дискусійним питанням є включення готівки в національній валюті в тіньовий ліквідний капітал. Традиційно готівка в національній валюті привертає невиправдано велику увагу дослідників тінізації економіки. Зокрема, загальнопоширений метод обчислення розміру тіньової економіки був

побудований на припущенні, що розрахунки за тіньові (приховані) транзакції здійснюються готівкою, щоб не залишити слідів для контролюючих органів (Tanzi, 1983). У вдосконалених варіантах метод застосовується за інерцією й досі, як у наукових дослідженнях (Cichockia, ToróJ, 2013), так і на практиці, зокрема Міністерством економіки України⁴. Вказані й подібні, засновані на готівці в обігу методи визначення рівня тіньової економіки є застарілими, адже не враховують тенденцій поступової втрати готівкою функції засобу платежу. Підтвердженням цього є зміни в структурі грошової маси. Зокрема, в Україні протягом 2003—2023 рр. частка готівки в національній валюті в грошовій масі знизилася з 66 до 38 %⁵. Також дані методи не охоплюють поступово зростаючого тіньового обороту, який обслуговується криптовалютами, насамперед транскордонних потоків капіталу⁶.

На відміну від готівки в національній валюті, кошти на рахунках в іноземних банках і готівка в іноземній валюті не включаються в національні заощадження. Готівкові кошти в іноземній валюті не є складовою фінансової системи країни, а в платіжному балансі придбання готівки в іноземній валюті відображається як виведення капіталу. З огляду на це, обсяги готівкової іноземної валюти поза банками включаються до складу агрегованого тіньового ліквідного капіталу в повному обсягу як складова *вторинного тіньового капіталу*. Такий самий підхід доречно було б застосовувати і до вкладень у криптовалюту, які мають усі ознаки вторинного тіньового капіталу і зростаючі обсяги. У 2021 р. обсяг акумульованих ліквідних капіталів у формі криптовалют оцінювався в 1 % світових фінансових активів (Олійник, 2022). В Україні така форма акумуляції тіньового капіталу стрімко поширюється. Вкладення українських домогосподарств у криптовалюту у 2021 р. в Україні оцінювались у 4,1 % ВВП (Береславська, Шишков, Шелудько, 2022), що є досить вагомою часткою порівняно з готівкою в іноземній валюті (49,2 % ВВП на кінець 2021 р.). Проте регулярної і достовірної статистики про такі вкладення поки що бракує, що унеможлиблює детальніше розкриття форм і тенденцій акумуляції тіньового капіталу в криптовалютах.

Тіньовий ліквідний капітал акумулюється у двох формах: 1) кошти резидентів або контрольованих ними юридичних осіб-нерезидентів на рахунках у іноземних банках; 2) кошти домогосподарств у готівковій іноземній валюті. Кошти фізичних осіб (кінцевих бенефіціарів) на поточних рахунках в українських банках і в готівковій національній валюті не включаються до тіньового ліквідного капіталу з таких причин:

⁴ Про затвердження Методичних рекомендацій розрахунку рівня тіньової економіки. Наказ Міністерства економіки України № 12 від 18.02.2009 р. URL: <https://www.me.gov.ua/Files/GetFile?fileId=796bf8b9-f834-46da-9dc8-89670ab332dd>

⁵ Огляди фінансових корпорацій. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/3.1-Monetary_Statistics.xlsx (дата звернення: 25.03.2024).

⁶ The crypto ecosystem: key elements and risks. Report submitted to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors. BIS. July 2023. URL: <https://www.bis.org/publ/othp72.pdf>

- чітку межу між тіньовими і легальними заощадженнями кінцевих бенефіціарів визначити складно, оскільки не існує перевіреного методу розподілу заощаджень, які відображені в банківській статистиці (депозити і готівка в обігу), на легальні й тіньові;

- кошти в національній валюті, незалежно від їх походження, є джерелами (пасивами) національної банківської системи і автоматично беруть пасивну участь у трансформації заощаджень у інвестиції через систему фінансового посередництва;

- імовірність використання рахунків у вітчизняних банках для акумуляції тіньових капіталів поступово знижується внаслідок запровадження достатньо жорстких норм у сфері протидії відмиванню «брудних» грошей відповідно до стандартів FATF⁷, Директиви Європейського парламенту і Ради ЄС⁸, які передбачають обов'язкову ідентифікацію джерел походження капіталу й криміналізацію операцій з відмивання «брудних» грошей;

- у країнах з високими девальваційними ризиками акумуляція тіньових капіталів у готівці здійснюється переважно не в національній, а в резервних валютах;

- в Україні існує можливість виведення капіталу через механізми спрощеного оподаткування, що дає змогу цілком легального нагромадження виведеного з обігу капіталу у формі коштів у національній валюті на банківських рахунках.

Отже, ми визначатимемо обсяги тіньового ліквідного капіталу як суму ідентифікованих (або оцінених експертним шляхом) залишків коштів на рахунках у іноземних банках, кінцевими бенефіціарами яких є резиденти України, і вкладень домогосподарств у готівкову іноземну валюту. Отримані результати порівнюватимемо з потребами в підтримці життєздатності бізнесу під час війни і його відновленні, включаючи компенсацію прямих збитків від війни.

Алгоритм оцінювання обсягу тіньових ліквідних капіталів може бути розроблений у два способи: *прямим методом* — на основі агрегування оприлюдненої інформації про тіньові ліквідні фінансові активи; *непрямим методом* — на основі додавання й віднімання додатних і від'ємних потоків тіньового капіталу за аналогією з тим, як складається звіт про рух коштів. Для точного визначення суми тіньового ліквідного капіталу за непрямим методом бракуватиме значень показників норми заощаджень та інвестування як частки від тіньових доходів, що потребуватиме застосування припущень на основі аналогій. У разі наявності оприлюдненої і доступної інформації пріоритет надаватиметься першому методу.

⁷ International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation. FATF, 2012—2023. URL: <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Fatf-recommendations.html> (дата звернення: 15.05.2024).

⁸ Директива Європейського парламенту і Ради ЄС № 2015/849 від 20.05.2015 р. URL: <https://www.kmu.gov.ua/storage/app/sites/1/55-GOEI/es-2015849.pdf>

Для визначення залишків коштів бізнесу і фізичних осіб у іноземних банках використано відповідні дані Банку міжнародних розрахунків (БМР) про них та їх екстраполяцію згідно із структурою активів по Швейцарії, за якою на банківські депозити припадає 25 % фінансових активів (Zisman, 2013). За результатами обчислень за вказаною методикою, загальносвітові обсяги ліквідного капіталу домогосподарств на рахунках у офшорних зонах у 2007 р. склали 5,6 трлн дол., або 9,8 % світового ВВП (Alstadter, Johannesen, Zisman, 2018). Ми розраховували обсяги вторинного тіньового ліквідного капіталу на основі залишків коштів резидентів (небанківського сектору) на рахунках у іноземних банках у цілому, а не лише зареєстрованих у офшорних центрах. Такий підхід було застосовано тому, що після 2009 р. офшорні центри поступово втрачали основоположну перевагу — конфіденційність і починали розкривати інформацію про клієнтів. Крім того, наслідки для фінансової системи країни не залежать від локалізації виведеного капіталу — в обох випадках це зменшення ресурсної бази національної фінансової системи.

Для оцінювання обсягів виведеного капіталу було використано дані БМР про залишки коштів небанківського сектору в цілому (домогосподарств і нефінансових корпорацій) у іноземних банках, скориговані на коефіцієнт Цукмана (0,25 %). Отримані значення розділено на показники ВВП для того, щоб порівняти тенденції акумуляції виведеного капіталу в різних країнах. Результат можна інтерпретувати як умовну демонетизацію економіки внаслідок виведення капіталу. Розраховані в такий спосіб обсяги виведеного капіталу — це так зване «офшорне багатство» (offshorewealth), за Цукманом, яке формується за рахунок як тіньових, так і легальних джерел, тобто включає як первинний, так і вторинний ліквідний тіньовий капітал. Для порівняння тенденцій нагромадження виведеного капіталу були використані дані по окремих країнах Східної Європи і Україні (табл. 1).

Обсяги виведеного капіталу відносно ВВП не демонструють тенденції до довгострокового зростання і мають виражену чутливість до глобальних шоків (криза 2008—2009 рр., московсько-українська війна). У середньому за групою обраних для порівняння країн показник з 2007 по 2021 р. знизився з 11,2 до 9,9 % ВВП. Показник є варіативним, має вищі значення в Болгарії, Туреччині, Угорщині (у середньому від 12 до 15 % ВВП) і помірні — у Польщі й Румунії (близько 5 %). Для України характерною є тенденція до помірного його зростання — з 5 % ВВП у 2007 р. до 10,4 % у 2021 р. — з особливо вираженим сплеском у 2014 р. після початку московсько-української війни (майже до 16 % ВВП) і поступовим зниженням протягом наступних років. За попередніми оцінками, після початку повномасштабного вторгнення у 2022—2023 рр. показник знизився до 8,1 % ВВП.

Порівняння номінальних залишків коштів резидентів (небанківського сектору) в іноземних банках з грошовим агрегатом М3 у різних країнах показало помірний рівень іммобілізації ліквідності за кордон — від 2,6 % М3 у Румунії до 7,6 % М3 у Туреччині. В Україні співвідношення має тенденцію

Таблиця 1. Ліквідні залишки виведеного капіталу (небанківський сектор) на кінець року, % ВВП

Рік	Болгарія	Туреччина	Польща	Румунія	Угорщина	Україна
<i>Співвідношення розрахованої суми виведеного капіталу і ВВП</i>						
2007	14,2	18,0	3,5	3,4	10,4	5,0
2008	10,4	17,3	3,4	3,0	11,3	4,7
2009	14,4	17,0	4,0	3,4	29,6	7,4
2010	19,2	16,3	4,9	4,2	28,7	7,1
2011	14,7	9,1	3,8	3,6	20,7	6,5
2012	14,1	9,4	4,6	4,9	15,4	7,2
2013	11,9	8,6	4,3	4,7	16,3	5,5
2014	11,5	9,3	4,5	4,2	14,8	9,2
2015	14,8	9,9	5,1	5,1	15,9	14,6
2016	19,2	8,7	6,1	4,7	19,2	15,8
2017	15,7	8,9	6,6	4,6	19,0	13,9
2018	14,4	10,0	5,7	4,5	17,0	12,4
2019	15,5	11,7	6,2	5,1	19,5	11,2
2020	18,5	12,4	8,3	6,6	20,7	11,9
2021	16,7	10,1	8,4	4,6	20,3	10,4
<i>Співвідношення коштів резидентів (небанківського сектору) в іноземних банках і МЗ</i>						
2007	4,99	9,68	3,54	2,45	4,44	2,29
2008	4,28	10,98	3,39	2,60	5,46	3,20
2009	5,35	7,90	3,96	2,29	11,39	3,54
2010	7,06	7,90	4,87	2,85	11,84	3,21
2011	5,63	5,06	3,81	2,69	9,92	3,07
2012	4,59	4,67	4,60	3,33	6,43	3,27
2013	3,50	4,62	4,29	2,99	6,51	2,23
2014	3,87	4,77	4,54	2,97	7,19	5,05
2015	4,53	5,03	5,10	3,29	7,18	8,00
2016	6,03	4,60	6,12	2,98	8,53	9,07
2017	4,42	4,28	6,63	2,72	7,69	9,02
2018	4,38	5,12	5,67	2,91	7,49	8,77
2019	4,54	5,22	6,17	3,25	8,50	7,12
2020	4,56	4,80	8,27	3,36	7,22	7,10
2021	4,81	5,17	8,39	2,55	7,56	6,85

Джерело: розраховано автором за: Broad Money. *World Bank Group*. URL: <https://data.worldbank.org/indicator/FM.LBL.BMNY.GD.ZS> (дата звернення: 25.03.2024); Surveys Based on Standardized Report Forms (SRFs) by Country. *IMF*. URL: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=63243609> (дата звернення: 25.03.2024); Locational banking statistics. *Bank for International Settlements*. URL: https://data.bis.org/topics/LBS/BIS%2CWS_LBS_D_PUB%2C1.0/Q.S.L.G.TO1.A.5J.A.5A.C.UA.N (дата звернення: 25.03.2024).

до зростання — з 2,2 % у 2007 р. до 6,9 % у 2021 р., а середнє значення за період дорівнює 5,5 %. Зростання показника у 2014—2016 рр. було наслідком стиснення грошової маси у зв'язку з очищенням банківської системи і демонетизацією економіки в ці роки.

Отримані результати про залишки коштів резидентів (небанківського сектору) в іноземних банках охоплюють лише одну частину тіньового ліквідного капіталу. Друга його частина — це приховані кошти на рахунках іноземних компаній (включаючи офшорні), які повністю або частково контролюються резидентами. Банківська статистика передбачає ідентифікацію і розкриття інформації щодо резидентності клієнта, а не його власника чи кінцевого бенефіціара, чим ускладнює завдання із збирання даних. Не існує технічної можливості й чіткого алгоритму зведення даних про цю частину ліквідних тіньових капіталів. Вирішити це завдання можна лише непрямыми методами.

В основу розробки алгоритму оцінювання обсягів ліквідних тіньових капіталів непрямим методом було покладено окремі типові форми тіньових доходів бізнесу, які виникають унаслідок *заниження обсягів виробництва і/або надходжень* для податкових органів з метою уникнення сплати податків⁹. У таблиці 2 показано, як у розрізі інституціональних секторів акумулюються тіньові капітали в разі отримання бізнесом тіньових доходів відповідно до класифікації, визначеної робочою групою з тіньової економіки в Австралії¹⁰.

У результаті заниження (приховування) оподаткованого доходу виникають умови для нагромадження первинного тіньового капіталу в межах фінансової системи України або за кордоном на суму X_1 / T , і на таку саму суму зменшується власний капітал підприємств. Виплата заробітної плати «у конвертах» має як негативні наслідки для бюджету у вигляді зменшення надходжень ПДФО і ЄСВ, так і позитивні для бізнесу, оскільки зменшують його витрати на персонал і, відповідно, збільшують прибутки. Оскільки такі виплати можуть здійснюватися виключно з тіньових резервів, відбувається легалізація тіньового капіталу, який повертається в економіку і господарський обіг. Виплата заробітної плати «у конвертах» — це чисте відмивання брудних грошей. Неоднозначними є також наслідки отримання тіньових доходів через інші канали — фіктивні (вдавані) контракти з персоналом і шахрайство з відшкодуванням ПДВ. Наслідком виплат винагород персоналу за фіктивними контрактами на суму економії витрат на розмір сплати ПДФО і ЄСВ є збільшення прибутку підприємства. Аналогічним є наслідок відшкодування ПДВ за шахрайськими схемами. Важливо, що в обох випадках ті-

⁹ Measuring the Non-Observed Economy. A Handbook. OECD, 2002. URL: <https://www.wiego.org/sites/default/files/publications/files/OECD-MeasuringtheNon-ObservedEconomy.pdf>

¹⁰ Black Economy Taskforce/ Final Report — October 2017. The Australian Government the Treasury. 377 p. URL: https://treasury.gov.au/sites/default/files/2019-03/Black-Economy-Taskforce_Final-Report.pdf

Таблиця 2. Форми тіньових доходів і акумуляція тіньового капіталу

Форми тіньових доходів	Сектори			
	загально-державного управління	нефінансових корпорацій	домо-господарств	зовнішній
Недекларування або неповне декларування (заниження) оподаткованого доходу	$-X_1$ зменшення податкових надходжень	$-\frac{X_1}{T}$ зменшення прибутку і власного капіталу	$+\frac{X_1}{T}$ зростання тіньового капіталу (готівка в гривні)	$+\frac{X_1}{T}$ зростання тіньового капіталу (готівка в іноземній валюті / кошти у іноземних банках)
Виплати заробітної плати готівкою («у конвертах»)	$-X_2$ зменшення надходжень ПДФО і ЄСВ	$+\frac{X_2}{T_2}$ збільшення прибутку	$-\frac{X_2}{T_2}$ зменшення тіньового капіталу (готівка в гривні)	$+\frac{X_2}{T_2}$ зменшення тіньового капіталу
Фіктивні контракти з найманими працівниками	$-X_3$ зменшення податкових надходжень від ПДФО і ЄСВ	$+X_3$ збільшення прибутку і власного капіталу	Не впливає	Не впливає
Шахрайство з відшкодуванням ПДВ	$-X_4$ надмірне відшкодування ПДВ	$+X_4$ збільшення прибутку і власного капіталу	Не впливає	Не впливає

Джерело: складено автором.

ньові доходи не виникають, а отже, і фінансові передумови для нагромадження первинного тіньового капіталу не формуються. Капітал, який, хоча й отриманий у незаконний спосіб, нагромаджується на балансах суб'єктів господарювання і залишається в межах фінансової системи країни. Як це не парадоксально, але фінансовий стан підприємств зміцнюється.

Таким чином, незважаючи на існування великої кількості форм тіньових доходів (див. табл. 2), передумови для нагромадження первинного тіньового капіталу виникають лише в разі недекларування або неповного декларування (заниження) оподаткованого доходу. І навпаки, виплата заробітної плати «у конвертах» зменшує акумульовані обсяги тіньового

капіталу. З урахуванням цього, приховування доходів бізнесу і відмивання частини коштів через виплату тіншової заробітної плати — це дві ланки кругообігу тіншового ліквідного капіталу.

Основним джерелом формування первинних тіншових капіталів є приховування доходів бізнесу через нелегальний відплив капіталу¹¹, обсяги якого важко виміряти й оцінити через брак відкритих даних. Нелегальний відплив капіталу — це складова втечі капіталу, яка є ширшим відносно нього поняттям і включає також накопичення іноземних активів приватним сектором у результаті легального виведення капіталу (Yalta, 2009). До основних форм втечі капіталу відносяться¹²: 1) переведення коштів у іноземній валюті за кордон, у тому числі у формі завищення витрат або заниження доходів; 2) накопичення іноземної валюти за кордоном унаслідок неповернення виручки або переказу авансів нерезидентам на тривалі терміни; 3) обмін готівкової національної валюти на іноземну. Акумуляція тіншового ліквідного капіталу відбувається тоді, коли операція є завершеною. Чистою втечею капіталу і, відповідно, акумуляцією тіншового капіталу є зростання залишків ліквідних коштів на рахунках у іноземних банках, а також конвертація тіншових доходів у національній валюті в готівкову іноземну валюту.

У 2015 р. Мінекономіки затвердило Методичні рекомендації¹³, на основі яких передбачався щоквартальний моніторинг непродуктивного відпливу (вивезення) фінансових ресурсів з України, але дані дотепер не оприлюднювалися, що не дозволило їх використати для оцінювання нелегального відпливу капіталу з України. Тому для цього було застосовано непрямі методи. Авторитетною організацією, яка здійснює оцінки нелегального відпливу капіталу на основі торговельної статистики МВФ, є Global Financial Integrity (GFI), за даними якої нелегальні фінансові потоки з України протягом 2009—2018 рр. зросли з 9,6 до 11,2 % ВВП, тоді як середній рівень по емерджентних економіках — з 7 до 9,2 % ВВП (табл. 3).

У розглядуваний період загальна сума нелегальних фінансових потоків з України оцінювалася в 137,3 млрд дол. Хоча цей показник і дає уявлення про масштаби нелегального відпливу капіталу з країни, які становили в середньому 10,4 % ВВП за ці роки, для обчислення обсягів тіншового ліквідного капіталу бракує інформації про пропорції розподілу прихованого доходу на споживання, інвестиції і ліквідні заощадження. Для оцінювання обсягів прихованих у іноземних банках коштів на рахунках іноземних компаній

¹¹ Conceptual framework for the statistical measurement of illicit financial flows. October 2020. 28 p. URL: https://unctad.org/system/files/official-document/IFF_Conceptual_Framework_EN.pdf

¹² Measuring the Non-Observed Economy. A Handbook. OECD, 2002. URL: <https://www.wiego.org/sites/default/files/publications/files/OECD-MeasuringtheNon-ObservedEconomy.pdf>

¹³ Методичні рекомендації щодо комплексної оцінки обсягів непродуктивного відпливу (вивезення) фінансових ресурсів за межі України. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України № 286 від 24.03.2015 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0286731-15#Text>

(включаючи офшорні), які повністю або частково контролюються резидентами, нелегальний відплив капіталу, визначений за методом частки від скоригованого експорту (Kar, Spanjers, 2014), множився на середній по Україні рівень валового нагромадження (припускається, що норма заощадження від прихованого доходу є такою самою, як і від легального доходу). Отриманий результат коригувався на сальдо інвестицій і позик резидентам України, одержаного за даними НБУ на кінець кожного року. Загальний обсяг тіньового ліквідного капіталу визначався додаванням до обчислених у такий спосіб прихованих коштів на рахунках іноземних компаній, які контролюються резидентами (первинний ліквідний тіньовий капітал), даних про залишки коштів резидентів у іноземних банках за даними БМР, скоригованих на коефіцієнт Цукмана (вторинний тіньовий капітал). Обчислені залишки тіньового ліквідного капіталу порівнювалися з обсягами реінвестованого капіталу з офшорних зон і динамікою позичкового, отриманого від нерезидентів капіталу, за даними НБУ по статтях «Інвестиції прямого інвестора в підприємства прямого інвестування», «Торгові кредити та аванси» Міжнародної інвестиційної позиції України (табл. 4). Отримані результати показали, що вектори руху тіньового ліквідного капіталу визначаються тими самими мотивами, що й легального. У періоди нестабільності обсяги тіньового ліквідного капіталу зростають, а реінвестованого — скорочуються у відповідь на зростання систематичного ризику, нові виклики і загрози.

Вектори акумуляції і використання тіньового ліквідного капіталу є особливо чутливими до зумовлених війною ризиків. У період активних бойових

Таблиця 3. Нелегальні фінансові потоки за зовнішньоекономічними операціями окремих країн у 2009—2018 рр., % ВВП

Країна	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Болгарія	10,3	11,8	11,9	12,6	14,0	14,6	14,3	14,3	14,1	14,3
Польща	9,2	10,4	11,1	11,5	12,2	12,2	12,8	13,6	13,6	13,8
Румунія	7,2	8,8	9,9	9,6	9,9	9,8	10,1	10,2	10,1	9,7
Туреччина	4,8	5,0	5,4	4,8	4,9	5,1	5,1	5,1	5,9	6,5
Угорщина	14,2	16,8	17,7	20,7	20,7	21,5	22,7	23,0	21,9	22,3
Україна	9,6	9,9	10,9	9,6	9,1	9,8	10,8	10,9	11,8	11,2
Емерджентні ринки і країни, що розвиваються	7,0	7,3	7,7	6,9	7,8	8,2	8,3	8,7	9,1	9,2

Джерело: розраховано автором за: Trade-Related Illicit Financial Flows in 134 Developing Countries 2009—2018. Global Financial Integrity. 78 p. URL: <https://34n8bd.p3cdn1.secureserver.net/wp-content/uploads/2021/12/IFFs-Report-2021.pdf?time=1705245909>; The World Economic Outlook (WEO) database. URL: <https://www.imf.org/-/media/files/publications/weo/weo-database/2023/weooc2023all.ashx> (дата звернення: 25.03.2024).

дій і з певними лагом після нього акумуляція ліквідного тіньового капіталу стає інтенсивнішою, що відображає намагання бізнесу врятувати ліквідні кошти від воєнних ризиків. Це підтверджується результатами проведеного оцінювання. Якщо в період після світової фінансової кризи 2008—2009 рр. і до початку московсько-української війни обсяги тіньових ліквідних капіталів скоротились удвічі (з 22,3 до 10,5 млрд дол.), то після нападу на Україну і захоплення частини її територій окупантами у 2014—2021 рр. оцінювані обсяги тіньових ліквідних капіталів зросли втричі — з 10,4 до 34,6 млрд дол., а лише за перший рік повномасштабного вторгнення — більш як на 15 млрд дол.

Протилежний вектор мала динаміка обсягів реінвестованого капіталу, які протягом 2008—2013 рр. збільшилися з 4,3 до 29,7 млрд дол., а після початку військової агресії у 2014—2015 р. скоротилися більш як на 5 млрд дол., що відображає виведення боргового і репатріацію пайового капіталу з України у відповідь на критично високі систематичні ризики. Під час відносної стабілізації у 2016—2021 рр., на другому етапі війни, капітали поверталися в Україну переважно через канал прямих інвестицій з офшорів. Після початку повномасштабної військової агресії у 2022 р. обсяги реінвестованого капіталу скоротилися майже вдвічі, а по борговому каналу взагалі мали від'ємне значення. Отже, можна стверджувати про існування високої чутливості динаміки тіньового ліквідного капіталу до систематичного ризику. Невизначеність, яка виникає під час військового загострення і активізації бойових дій, є потужним демотиватором для репатріації тіньових резервів бізнесу.

До складу тіньового ліквідного капіталу включається також готівкова іноземна валюта в позабанківському секторі, загальні обсяги якої на кінець 2022 р. становили 108,5 млрд дол. Її можна розглядати як потенційне джерело підтримки життєздатності бізнесу під час війни лише теоретично. Малоімовірно, що під час війни відбуватиметься навіть помірна дедоларизація фінансової системи України і готівка в іноземній валюті трансформуватиметься у фінансові активи в гривні. Аномально високий приріст готівкової іноземної валюти поза банками у 2022 р. відображає (поряд з впливом інших чинників) вичікувальні настрої у її власників, зумовлені розгортанням повномасштабної війни і високою невизначеністю, які є потужними демотиваторами для трансформації готівкової іноземної валюти в інвестиції.

Від початку війни обсяги тіньового ліквідного капіталу постійно зростають. У підсумку після 10 років війни (2014—2023 рр.) за межами фінансової системи України було акумульовано достатньо великі обсяги тіньового ліквідного капіталу, які оцінюються в 49,8 млрд дол., включаючи кошти на рахунках резидентів України в іноземних банках на суму 3,6 млрд дол. і приховані кошти на рахунках у іноземних банках у розмірі 46,3 млрд дол. (рис. 1).

Акумульований поза фінансовою системою тіньовий ліквідний капітал лише за певних умов може стати джерелом підтримки життєздатності й фінансування відновлення українського бізнесу. Як показали попередні дослідження практики фінансування бізнесу в Україні, які завершилися до повномасштабного вторгнення, репатріація виведеного капіталу і авторе-

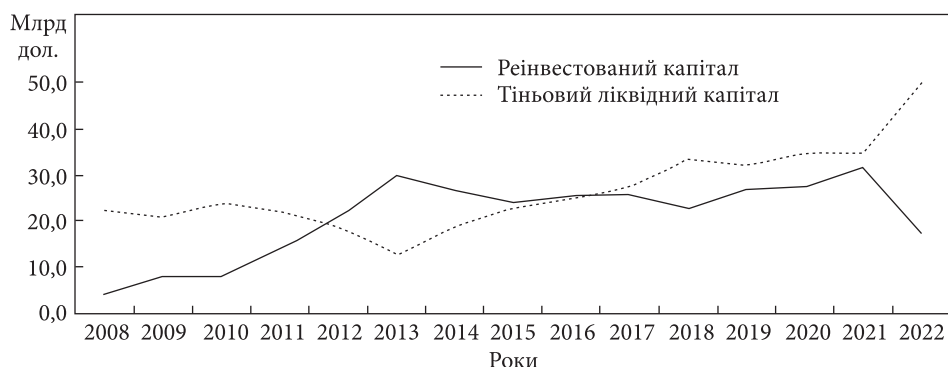


Рис. 1. Динаміка тіньового ліквідного капіталу у 2008—2022 рр., на кінець року, млрд дол.

Джерело: побудовано автором за даними табл. 4.

капіталізація бізнесу в Україні відбувались у відповідь на макрофінансову стабілізацію і економічне пожвавлення (Зимовець, Даниленко, Терещенко, 2019). Прикладом є період 2010—2013 рр., коли обсяги тіньового ліквідного капіталу скорочувались, а реінвестованого — зростали (рис. 1).

Для оцінювання масштабів і потенційної ролі тіньового ліквідного капіталу у фінансуванні економіки України використано показник «Відношення ліквідного капіталу до ВВП» (табл. 4), значення якого у 2012—2022 рр. коливалось у діапазоні 5,7—30,8 % ВВП. У періоди нестабільності у відповідь на вищий систематичний ризик показник зростає, що означає притримання бізнесом тіньового капіталу до кращих часів. Тому протягом московсько-української війни показник підвищився — з 14,0 % ВВП на кінець 2014 р. до 30,81 % ВВП на кінець 2022 р., що становить майже дві річні норми валового нагромадження капіталу в довоєнний період.

Отже, українським бізнесом нагромаджено достатньо великі обсяги ліквідного тіньового капіталу як потенційного джерела підтримки життєздатності й відновлення бізнесу під час війни. За попередніми оцінками, за рахунок акумульованого на початок 2023 р. тіньового ліквідного капіталу (без урахування готівкової іноземної валюти) може бути компенсовано 65,5 % прямих збитків від війни в сумі 96 млрд дол.¹⁴, яких зазнав нефінансовий бізнес від початку повномасштабного вторгнення.

Прямі збитки від руйнування / пошкодження майна — це не єдиний негативний наслідок війни для фінансів бізнесу. Не менш актуальним завданням є забезпечення бізнесу стійкими джерелами фінансування оборотних активів. У 2014—2022 рр. у результаті дії кількох ключових факторів — втрати контролю за активами на окупованих територіях, знецінення

¹⁴ Загальна сума збитків, завдана інфраструктурі України, зросла до майже \$155 млрд — оцінка KSE Institute станом на січень 2024 року. KSE. 2024. 12 лют. URL: <https://kse.ua/ua/about-the-school/news/zagalna-suma-zbitkiv-zavdana-infrastrukturi-ukrayini-zrosla-do-mayzhe-155-mlrd-otsinka-kse-institute-stanom-na-sichen-2024-roku/> (дата звернення: 15.03.2024).

Таблиця 4. Динаміка гнйового ліквідного капіталу України у 2008—2022 рр., залишки на кінець року, млрд дол.

Рік	Тінйовий ліквідний капітал			Легалізований (інвестований) капітал			Готівкова валюта в позабанківському секторі
	усього	кошти резидентів у іноземних банках	приховані кошти на рахунках у іноземних банках	відношення ліквідного капіталу до ВВП, %	усього	прямі іноземні інвестиції з офшорів	
2008	22,3	2,1	20,1	12,3	4,3	2,3	49,0
2009	20,9	2,2	18,7	17,8	8,0	4,4	58,7
2010	23,8	2,4	21,4	17,5	8,0	5,8	64,3
2011	22,1	2,6	19,5	13,6	13,6	6,5	75,7
2012	18,9	3,2	15,7	10,7	20,8	9,9	83,6
2013	10,4	2,4	8,0	5,7	29,7	14,3	86,3
2014	18,7	3,0	15,7	14,0	26,8	17,2	86,0
2015	22,9	2,6	20,3	25,2	24,4	16,8	85,9
2016	25,0	3,5	21,5	26,8	25,4	17,7	83,1
2017	27,2	3,7	23,5	24,2	25,7	17,7	83,5
2018	33,5	3,5	30,0	25,6	22,7	17,1	86,0
2019	31,8	3,8	28,0	20,6	26,9	20,2	88,6
2020	34,1	4,5	29,6	21,8	27,4	19,5	93,3
2021	34,6	5,1	29,6	17,3	31,7	24,8	98,4
2022	49,8	3,6	46,3	30,8	17,5	20,2	108,5

Джерело: розраховано автором за: Прямі інвестиції за інструментами та секторами. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/FDI_u.xlsx (дата звернення: 15.03.2024); Cross-border total liabilities of banks with headquarters in All countries (total) vis-a-vis residents of Ukraine, households and prishs. BIS. URL: https://data.bis.org/topics/LBS/BIS,WS_LBS_D_PUB,1.0/Q,S,L,G,GBR.A.5I.A.5A.H.UA.N (дата звернення: 15.03.2024); Міжнародна інвестиційна позиція. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/IPR_q.xlsx (дата звернення: 15.03.2024); Прямі інвестиції (акціонерний капітал) з країн світу в економіці України (1994—2014). Держстат. URL: https://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2020/zd_inv_new/p_inv/94-14/pi_ak_ES_09-14u.xlsx (дата звернення: 15.03.2024).

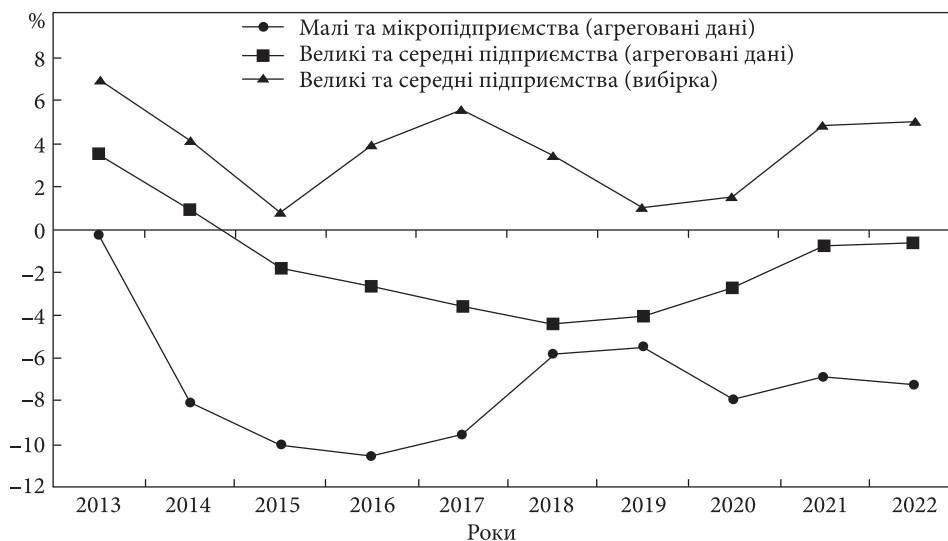


Рис. 2. Динаміка чистого робочого капіталу протягом 2014—2022 рр. на кінець року, % від активів

Джерело: побудовано автором за: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва. Стат. зб. Державна служба статистики України, 2023. 120 с. URL: https://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2023/zb/12/Dsvsmm_22.pdf; оприлюднена фінансова звітність вибірки підприємств за 2013—2022 рр.

національної валюти, падіння внутрішнього попиту — бізнес відчував зростаючий дефіцит стійких джерел фінансування (власний капітал і довгострокові кредити) і був змушений підтримувати життєздатність за рахунок боргового фінансування, що і зумовило від'ємну динаміку чистого робочого капіталу. В абсолютному вимірі агрегований чистий робочий капітал нефінансового бізнесу протягом 2014—2022 рр. скоротився з 15,2 млрд дол. до -8,7 млрд дол. (у еквіваленті за курсом НБУ на кінець року). В цілому від початку війни у 2014 р. до початку 2023 р. нестача чистого робочого капіталу нефінансового бізнесу зростає на 23,9 млрд дол. Водночас встановлені відповідно до розробленого алгоритму обсяги тіньового ліквідного капіталу зросли майже на 40 млрд дол. Отже, приховані резерви у вигляді тіньового ліквідного капіталу були достатніми для покриття дефіциту чистого робочого капіталу, але бізнес не поспішав з їх реінвестуванням в Україну, навіть у період зниження інтенсивності бойових дій, зокрема після укладення сумнозвісних Мінських угод у 2015 р. Вагомим стримувальним фактором було також те, що тіньовий ліквідний капітал розміщується позасистемно, механізм трансформації заощаджень у інвестиції не працює і можливими є лише одиничні операції B2B, що значно звужує міжособову мобільність капіталу. Відносно тіньових капіталів також не працює грошовий мультиплікатор, який би дав змогу в разі збільшити обсяги фінансування через кредитний канал.

Від початку війни (з 2014 р.) чистий робочий капітал великого і середнього нефінансового бізнесу на агрегованому рівні знизився з 3,3 % від активів до від'ємного значення (-0,6 %) від активів (рис. 2).

В абсолютному вимірі агрегований чистий робочий капітал великого і середнього нефінансового бізнесу від початку війни і до 2023 р. скоротився з 15,6 млрд дол. до від'ємного значення (–1,5 млрд дол., у еквіваленті за курсом НБУ на кінець року). За даними показників фінансових звітів репрезентованої вибірки великих і середніх підприємств різних видів економічної діяльності¹⁵, протягом 2014—2022 рр. частка чистого робочого капіталу також знизилася з 7,1 до 5,1 % від активів, але залишалася додатною. Розбіжність пояснюється тим, що до агрегованих даних також включено показники фінансових звітів підприємств на тимчасово окупованих територіях і в процесі банкрутства, які припинили ведення бізнесу. Тому отриманий результат по вибірці реалістичніше відображає стан справ і тенденції у працюючому бізнесі, ніж агреговані дані. Додатне значення чистого робочого капіталу великого і середнього бізнесу є підтвердженням застосування консервативних стратегій фінансування. На першому етапі війни (2014—2021 рр.) великий і середній бізнес адаптувався до умов перманентної військової загрози і мав достатні обсяги власного капіталу для покриття непрямих воєнних збитків після повномасштабного вторгнення, що підтверджується підтриманням додатного значення показника чистого робочого капіталу.

Функціонування малого бізнесу з від'ємним чистим робочим капіталом є ознакою застосування квазіризикових стратегій фінансування, коли частина боргів є вдаваними, отже, фактично це приховане боргове фінансування власниками бізнесу. Малий бізнес є основним каналом відмивання коштів, якщо такий термін може бути застосований у даному випадку. Підприємства, які використовують квазіризикові стратегії фінансування, здатні тривалий час працювати з від'ємним капіталом і формально взагалі не проводити рекапіталізацію (збільшення статутного капіталу) (Даниленко, Зимовець, Гаркавенко, 2023). Під час війни малий бізнес зазнав значно більших втрат чистого робочого капіталу, ніж великий і середній: агрегований чистий робочий капітал малого бізнесу (частка від активів) напередодні війни, у 2014 р., мав від'ємне значення і знизилося з –0,43 до –7,18 % активів на кінець 2022 р. В абсолютному вимірі від'ємне значення чистого робочого капіталу (дефіцит власних обігових коштів) зросло з 0,4 до 7,2 млрд дол. (у еквіваленті за курсом НБУ на кінець року). Отже, на початок 2023 р. малий бізнес мав значно більший дефіцит робочого капіталу, ніж великий і середній. Унаслідок того, що переважна частина тіньового ліквідного капіталу контролюється кінцевими бенефіціарами великого бізнесу, малий бізнес має вкрай обмежений доступ до цього потенційного джерела фінансування і формально є найтоксичнішою ланкою фінансової системи.

Зважаючи на поширеність квазіризикових стратегій фінансування, встановлений за формальними ознаками дефіцит робочого капіталу може нічого не означати, оскільки істотна частка боргу фінансується за рахунок

¹⁵ Вибірка автора містить від 255 до 287 підприємств у різні роки, на які припадає частка від 25,8 до 33,2 % агрегованих активів великого і середнього бізнесу.

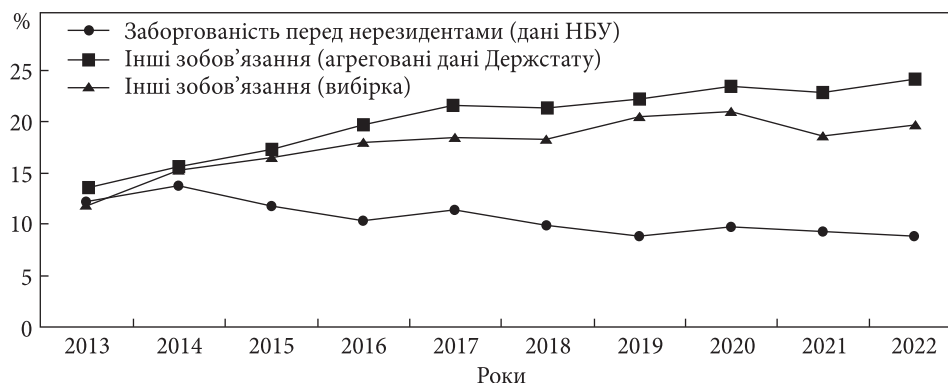


Рис. 3. Інші зобов'язання і заборгованість перед нерезидентами у фінансуванні бізнесу в Україні у 2013—2022 рр., % від активів на кінець року

Джерело: побудовано автором за: Діяльність суб'єктів великого, середнього, малого та мікропідприємництва. Стат. зб.. Київ, Державна служба статистики України, 2023. 120 с. URL: https://ukrstat.gov.ua/druk/publicat/kat_u/2023/zb/12/Dsvsmm_22.pdf; Міжнародна інвестиційна позиція. НБУ. URL: https://bank.gov.ua/files/ES/IPR_q.xlsx (дата звернення: 15.03.2024); оприлюднена фінансова звітність вибірки підприємств за 2013—2022 рр.

тіньових капіталів. З огляду на те, що рух тіньового ліквідного капіталу здійснюється переважно за допомогою боргових інструментів, а значна частина підприємств тривалий час працює з від'ємним капіталом, фактичний контроль за бізнесом реалізують не власники, а кредитори, від яких залежить подальше існування бізнесу як такого. Цим можна пояснити те, що негативні тенденції щодо забезпечення бізнесу обіговими коштами, визначені за даними статистики, не збігаються з оцінками бізнесу. За даними опитувань, після початку повномасштабного вторгнення дефіцит власного капіталу і нестача обігових коштів не стали основними перешкодами для ведення бізнесу — в січні 2024 р. на брак обігових коштів вказували лише 15 % підприємств¹⁶. Таким чином, після двох років війни дефіцит робочого капіталу не був бар'єром для більшої частини бізнесу.

В умовах скорочення обсягів банківського кредитування й обмеженої фінансової допомоги бізнесу за рахунок бюджетних коштів на тлі значних і зростаючих у результаті війни збитків єдиним джерелом фінансування і підтримки життєздатності бізнесу могли бути лише вливання тіньового ліквідного капіталу. У фінансовому обліку такі вливання відображаються як інші поточні зобов'язання, що прямо не пов'язані з купівлею-продажем товарів і послуг. Оскільки акумуляція тіньових капіталів здійснюється переважно за межами фінансової системи країни, динаміку інших поточних зобов'язань коректно порівнювати з динамікою заборгованості перед нерезидентами за кредитами та іншими формами боргового фінансування.

¹⁶ Нове щомісячне опитування підприємств. 01.2024. Вип. 21. 52 с. URL: https://business.diia.gov.ua/uploads/7/38040-nres_january_2023_final_ua_compressed.pdf

Для визначення ролі тіньового ліквідного капіталу в підтримці життєздатності бізнесу в Україні під час війни за оприлюдненою фінансовою звітністю вибірки підприємств за 2013—2022 рр. було проаналізовано динаміку часток інших зобов'язань і боргових зобов'язань перед нерезидентами у фінансуванні активів нефінансового бізнесу (рис. 3).

Від початку війни у 2014 р. і до 2023 р. на тлі падіння частки власного капіталу у фінансуванні бізнесу питома вага інших зобов'язань у цілому по нефінансовому бізнесу (агреговані дані) зросла з 13,5 до 24,1 %, а по великих і середніх підприємствах, включених до вибірки, — з 11,9 до 19,7 %. Водночас частка боргового фінансування, отриманого від нерезидентів, знизилася з 12,2 до 8,8 %, що вказує на поступовий відплив позичкового капіталу нерезидентів. Різновекторність тенденцій означає, що нестача власного капіталу і відплив позичкового капіталу нерезидентів компенсувалися вливаннями ліквідного капіталу в національній валюті. Водночас не було знайдено підтвердження того, що під час війни бізнес підтримує життєздатність за рахунок акумульованих за кордоном ліквідних тіньових капіталів. Принаймні не виявлено ознак масштабного припливу ліквідного капіталу для підтримки бізнесу в перший рік повномасштабного вторгнення, а рівень репатріації виведених ліквідних капіталів знизився, на що вказує зменшення показника «Легалізований (інвестований) капітал» (див. табл. 4) на 14,2 млрд дол.

Отже, тіньові ліквідні капітали, акумульовані за межами фінансової системи України, не працюють на економіку в умовах війни. Від початку повномасштабного вторгнення обсяги виведення ліквідних капіталів за межі фінансової системи країни зросли. У 2022—2023 рр. приріст обсягів тіньових ліквідних капіталів, за попередніми оцінками, становив 17,8 млрд дол. Аналогічна тенденція простежується щодо акумулювання ліквідності у формі готівкової іноземної валюти поза банками, обсяги якої зросли протягом 2022—2023 рр. на 21,9 млрд дол. Загальний обсяг іммобілізації ліквідного капіталу від початку повномасштабного вторгнення оцінюється в майже 40 млрд дол., або 49,8 % МЗ (станом на 31 грудня 2023 р.). Сегментація ліквідного капіталу на легальний і тіньовий обмежує пропозицію ресурсів на внутрішньому ринку, необхідних для фінансового забезпечення витрат на оборону країни.

Загрозливо великі масштаби виведення ліквідного тіньового капіталу є стратегічно небезпечними для економічної системи країни під час війни. Оскільки часовий горизонт можливої репатріації виведених капіталів є віддаленим через невизначеність щодо тривалості й кінцевих наслідків війни, найімовірнішим, на нашу думку, є сценарій тривалого «заморожування» тіньових ліквідних капіталів, тоді як інструментів і важелів для їх примусової репатріації держава не має. Не виключено, що з часом частина акумульованих тіньових капіталів буде використана на приватне споживання та інвестиції у нерухомість за кордоном.

Зважаючи на суттєву невизначеність щодо тривалості війни, важливим завданням у сфері фінансової безпеки країни є протидія нелегальному відпливу капіталу. Формально в Україні створено таку нормативно-правову

основу для запобігання нелегальному відпливу капіталу та його відмиванню, яка відповідає міжнародним ініціативам Глобального форуму з прозорості й обміну інформацією для цілей оподаткування ОЕСР і Групи розробки фінансових заходів (The Financial Action Task Force — FATF). З 2017 р. Україна приєдналася до OECD/G20 Inclusive Framework on BEPS. У податкове законодавство було імplementовано процедури контролю за трансфертним ціноутворенням і декларування доходів контрольованих іноземних компаній (КІК). Для упередження і протидії відмиванню коштів у формі фінансування бізнесу за рахунок тіньових капіталів також було запроваджено ризик-орієнтований підхід відповідно до Рекомендацій (FATF)¹⁷, який дає змогу ідентифікувати ризикові операції з тіньовими капіталами. До цього переліку можна додати тимчасові заходи щодо запобігання відпливу капіталів в умовах війни, запроваджені НБУ на початку повномасштабного вторгнення, які включають обмеження щодо придбання готівкової іноземної валюти і переказів коштів за кордон¹⁸, що дало змогу запобігти колапсу на валютному ринку, але виведення коштів за межі фінансової системи стримало лише частково.

Слабким місцем державної політики, спрямованої на запобігання нелегальному відпливу капіталу з України, є відсутність офіційно оприлюдненої інформації про загальні обсяги виведення капіталу, регулярний моніторинг яких передбачався Мінекономіки¹⁹. Політика у сфері протидії нелегальному відпливу капіталу не є системною, оскільки для оцінювання її функціональної спроможності бракує основоположних параметрів — масштабів нелегального відпливу і обсягів тіньового ліквідного капіталу. Показники рівня тіньової економіки, які оприлюднюються Мінекономіки, з одного боку, є непридатними для таких оцінок, а з іншого — створюють ілюзію або надмірні очікування щодо можливого позитивного впливу детінізації на стан публічних фінансів.

Результативність протидії нелегальному відпливу капіталу з України адміністративними методами виявилася невисокою порівняно з його загальними обсягами. За результатами подання звітності по контрольованих іноземних компаніях²⁰, фінансовий результат до оподатку-

¹⁷ FATF (2012—2023). International Standards on Combating Money Laundering and the Financing of Terrorism & Proliferation. *FATF*. URL: <https://www.fatf-gafi.org/en/publications/Fatfrecommendations/Fatf-recommendations.html> (дата звернення: 15.05.2024).

¹⁸ Про роботу банківської системи в період запровадження воєнного стану. Постанова Правління НБУ № 18 від 24.02.2022 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/v0018500-22#Text>

¹⁹ Методичні рекомендації щодо комплексної оцінки обсягів непродуктивного відпливу (вивезення) фінансових ресурсів за межі України. Наказ Міністерства економічного розвитку і торгівлі України № 286 від 24.03.2015 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/rada/show/v0286731-15#Text>

²⁰ Результати подання звітності по КІК за 2022 звітний рік. *Державна податкова служба України*. URL: <https://tax.gov.ua/diyalnist-/transfertne-tsinoutvorennyata-mijnarodne-opodatkuvannya/kontrolovani-inozemni-kompanii/prezentatsiyini-materiali/print-748618.html> (дата звернення: 14.04.2024).

вання було збільшено на загальну суму 1,9 млрд грн, або на 0,37 % від нелегального відпливу ліквідного капіталу. Так само низькою виявилась ефективність запровадження контролю за трансфертним ціноутворенням. Контроль застосовується вже майже 10 років, а обсяги нелегального відпливу капіталу суттєво не зменшуються. У цілому з 2015 по 2023 р. загальна сума донарахованого прибутку до оподаткування, за результатами декларування контрольованих операцій і перевірок, становила 62,1 млрд грн²¹, або лише 1,5 % нелегального відпливу ліквідного капіталу за цей період.

Таким чином, під час війни обсяги акумульованого тіньового ліквідного капіталу постійно зростали, тоді як наявним інструментарієм протидії охоплено менш як 2 % таких обсягів. Українська невисока ефективність інструментів контролю за трансфертним ціноутворенням і декларування доходів КІК, на які покладалися великі сподівання, пояснюється тим, що ці інструменти застосовуються на етапі виникнення, а не використання доходу. Водночас існують істотні прогалини в контролі за кінцевим використанням тіньового капіталу, яке в законодавстві кваліфікується як відмивання коштів і підпадає під термін «легалізація (відмивання) доходів, одержаних злочинним шляхом» (ст. 5 відповідного Закону України²²).

Хоча за фінансування бізнесу за рахунок тіньових капіталів і встановлено кримінальну відповідальність (ст. 209 Кримінального кодексу України²³), такі операції визнаються кримінальним злочином лише в разі, якщо буде доведено факт акумуляції таких капіталів за рахунок доходів, отриманих злочинним шляхом. Судова практика показує складність доведення того факту, що акумульовані внаслідок ухилення від оподаткування капітали були отримані злочинним шляхом²⁴, що значно послаблює функціонал контролюючих органів у плані протидії відмиванню коштів.

Прогалиною чинного законодавства у сфері протидії відмиванню коштів і ухиленню від оподаткування є те, що поза сферою оподаткування залишаються доходи й майно кінцевих бенефіціарів пов'язаних з бізнесом осіб. Хоча Податковий кодекс України і відносить кредиторів (у разі, якщо надані ними позики і гарантії у 3,5 і більше разів перевищують обсяги власного капіталу підприємства-боржника) до категорії пов'язаних осіб

²¹ Результати кампанії декларування контрольованих операцій за 2022 рік. *Державна податкова служба України*. URL: <https://tax.gov.ua/media-tsentr/novini/720000.html> (дата звернення: 14.04.2024).

²² Про запобігання та протидію легалізації (відмиванню) доходів, одержаних злочинним шляхом, фінансуванню тероризму та фінансуванню розповсюдження зброї масового знищення. Закон України № 361-IX від 06.12.2019 р. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/361-20#Text>

²³ Кримінальний кодекс України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2341-14#Text>

²⁴ Особливості ст. 209 ККУ: хто визначає, чи майно набуто злочинним шляхом? *Pravo*. 2022. 26 вер. URL: <https://pravo.ua/osoblyvosti-st-209-kku-khto-vyznachaie-chy-maino-nabute-zlochynnym-shliakhom-bloh-advokata-semena-khanina/> (дата звернення: 15.05.2024).

(п. 14.1.159)²⁵, це не створює ніяких податкових наслідків для кінцевих бенефіціарів кредитора — власника тіньового капіталу. Податковим законодавством України не встановлено обов'язкової вимоги щодо декларування доходів і майна фізичних осіб — кінцевих бенефіціарів та істотних кредиторів бізнесу, тому ті, хто фінансують бізнес за рахунок тіньових капіталів, не повинні підтверджувати джерела його походження і сплачувати податки, що дає їм змогу безперешкодно використовувати тіньові ліквідні капітали для фінансування бізнесу. З метою усунення вказаної прогалини в податковому законодавстві доцільно передбачити обов'язковість декларування доходів і майна кінцевих бенефіціарів пов'язаних з бізнесом осіб (власників тіньового ліквідного капіталу).

ВИСНОВКИ

Загальнопоширені підходи до вивчення тіньової економіки об'єднує спільна методологічна недосконалість — відсутність балансуєчого показника, що унеможлиблює верифікацію отриманого результату. Оскільки тіньова економіка є динамічним показником доходу, такими показниками мають бути тіньові витрати і тіньовий капітал (інвестований і ліквідний). Застосування розробленого підходу до обчислення тіньового ліквідного капіталу, який визначається як не використані на споживання тіньові доходи, розміщені поза фінансовою системою країни, дало змогу оцінити наявні обсяги тіньового ліквідного капіталу українського бізнесу. Так, поза фінансовою системою України бізнесом акумульовано тіньові ліквідні капітали, обсяги яких на початок 2023 р. оцінено на рівні 30 % ВВП, чого достатньо для покриття 2/3 прямих збитків від війни. З початку повномасштабного вторгнення загальний обсяг іммобілізації ліквідного капіталу за межі фінансової системи України оцінено в 40 млрд дол. Заморожування значних обсягів тіньових ліквідних капіталів за межами фінансової системи країни не лише згубно вплинуло на фіскальні показники і податкові надходження, але й обмежило пропозицію капіталу на внутрішньому ринку.

Виведення капіталів з фінансової системи країни створює загрозу для фінансової безпеки держави під час війни. Хоча в окремих випадках на мікрорівні тіньові ліквідні капітали можуть використовуватися для підтримки життєздатності бізнесу під час війни, на секторальному рівні це не працює через позасистемне розміщення таких капіталів. Протидія нелегальному впливу капіталів з країни набуває особливої вагомості, отже, становить критично важливе завдання для фінансової безпеки країни під час війни.

Функціональна спроможність політики протидії нелегальному впливу капіталу і приховуванню доходів є невисокою, наявним інструментарієм охоплено менш як 2 % загального обсягу тіньових доходів. З огляду на це, пропонується передбачити обов'язковість декларування

²⁵ Податковий кодекс України. URL: <https://zakon.rada.gov.ua/laws/show/2755-17#Text>

доходів і майна кінцевих бенефіціарів пов'язаних з бізнесом осіб (власників тіньового ліквідного капіталу), що ускладнить реінвестування прихованих доходів і дасть змогу посилити контроль за кругообігом тіньового ліквідного капіталу.

Статтю підготовлено в рамках виконання НДР «Фіскальна політика поствоєнного економічного розвитку» (державний реєстраційний № 0122U002539), затверджені постановою Бюро Відділення економіки НАН України № 3 від 15.04.2022 р.

СПИСОК ВИКОРИСТАНОЇ ЛІТЕРАТУРИ

- Зимовець, В., Даниленко, А., Терещенко, О. та ін. (2022). Фінансові ризики ведення бізнесу в Україні: сектор нефінансових корпорацій. Кол. наук. доповідь. За ред. В.В. Зимовця. Київ, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». 260 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf>
- Савіна, Н., Подолєвський, А. (2017). Пріоритети детінізації економіки України. *Вісник Національного університету водного господарства та природокористування*. Вип. 4 (80). С. 194—201. URL: <https://ep3.nuwm.edu.ua/12375/1/Ve8019%20%D0%B7%D0%B0%D1%85.pdf>
- Тютюник, І. (2019). Управління податковими розривами як основа детінізації економіки. Моногр. Суми, Сумський державний університет. 370 с. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/78804/1/Tiutiunyk_Upravlinnia.pdf
- Мазур, І., Шишак, А. (2017). Соціально-економічна природа тіньової економіки та причини її розвитку в підприємстві. *Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Економіка*. № 1 (190). С. 13—20. <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2017/190-1/2>
- Паршин, Ю., Санакоєв, Д., Самойлова, С. (2012). Офшоризація та деофшоризація економіки: міжнародний досвід та особливості. *Науковий вісник Дніпропетровського державного університету внутрішніх справ*. № 2 (111). С. 294—301. URL: <http://er.dduvs.in.ua/handle/123456789/6798>
- Варналій, З. (2014). Теоретичні засади детінізації економіки України. *Вісник Вінницького політехнічного інституту*. № 1. С. 46—53. URL: <https://visnyk.vntu.edu.ua/index.php/visnyk/article/view/976/975>
- Бублик, Є. (2020). Фінансова відкритість транзитивних економік. Моногр. Київ, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». 324 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/320.pdf>
- Tanzi, V. (1983). The underground economy in the United States: annual estimates, 1930—1980. *IMF Staff Papers*, 30(2), 283-305. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1983/002/article-A002-en.xml?ArticleTabs=fulltext>
- Schneider, F. (2013). Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2012: Some New Facts. URL: https://www.researchgate.net/publication/268185661_Size_and_Development_of_the_Shadow_Economy_of_31_European_and_5_other_OECD_Countries_from_2003_to_2012_Some_New_Facts
- Medina, L., Schneider, F. (2018). Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years? *IMF Working Paper*. No. 18/17. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp1817.pdf?abstractid=3124402&mirid=1>

- Schneider, F. (2021). Do Different Estimation Methods Lead to Implausible Differences in the Size of the Non-Observed or Shadow Economies? A Preliminary Answer. *CESifo Working Paper*. No. 9434. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3975110>
- Schneider, F., Asllani A. (2022). Taxation of the Informal Economy in the EU. 129 p. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/734007/IPOL_STU\(2022\)734007_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/734007/IPOL_STU(2022)734007_EN.pdf)
- Navickas, M., Juščius, V., Navickas, V. (2019). Determinants of Shadow Economy in Eastern European Countries. *Scientific Annals of Economics and Business*. 66(1). 1-14. URL: https://www.researchgate.net/publication/333209040_Determinants_of_Shadow_Economy_in_Eastern_European_Countries
- Gyomai, G., van de Ven, P. (2014). The non-observed economy in the system of national accounts. *OECD Statistics Brief*. No. 18. URL: <https://web-archiv.oecd.org/2014-06-17/308230-Statistics%20Brief%2018.pdf>
- Kar, D., Spanjers, J. (2014). Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2003—2012. *Global Financial Integrity*. 68 p. URL: <https://34n8bd.p3cdn1.secureserver.net/wp-content/uploads/2014/12/Illicit-Financial-Flows-from-Developing-Countries-2003-2012.pdf>
- Дубровський, В., Черкашин, В., Гетман, О. (2021). Порівняльний аналіз фіскального ефекту від застосування інструментів ухилення / уникнення оподаткування в Україні. Київ, Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна. 55 с. URL: <https://iset-ua.org/images/Doslidzennya-shem-2021-final.pdf>
- Hobela, V., Podra, O., Batyuk, B., Levkiv, H., Hynda, O. (2022). The Ukrainian economy offshoring: estimation of factors' impact and developing measures to combat. *Business: Theory and Practice*, 23(2), 347-356. <https://doi.org/10.3846/btp.2022.14509>
- Cichockia, S., Torój, A. (2013). Estimating the size of informal economy in a post-transition country — the case of Poland. *Baltic Journal of Economics*. Vol. 23. No. 1. P. 91—116. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2023.2228589>
- Олійник, Д. (2022). Обіг віртуальних активів в Україні. Київ, Національний інститут стратегічних досліджень. 6 с. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2022-07/oliinik.pdf>
- Береславська, О., Шишков, С., Шелудько Н. (2022). Інвестиційні уподобання населення України: реакція на шоки воєнного стану. *Український соціум*. 4(83). 76-91. <https://doi.org/10.15407/socium2022.04.076>
- Zucman, G. (2013). The missing wealth of nations: are Europe and the U.S. netdebtors or netcreditors? *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 128. Iss. 3. P. 1321—1364. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt012>
- Alstadter, A., Johannesen, N., Zucman, G. (2018). Who owns the wealth in tax havens? Macro evidence and implications for global inequality. *Journal of Public Economics*. Vol. 162. P. 89—100. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2018.01.008>
- Yalta, A. (2009). Capital Flight: Conceptual And Methodological Issues. *Hacettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences*. Vol. 27. Iss. 1. P. 73—94. URL: <https://dergipark.org.tr/en/pub/huniibf/issue/29197/312623>
- Зимовець, В., Даниленко, А., Терещенко, О. та ін. (2019). Розвиток фінансів підприємств корпоративного сектора економіки України. *Наук. доповідь*. Київ, ДУ «Ін-т екон. та прогноз. НАН України». 62 с. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/303.pdf>
- Даниленко, А., Зимовець, В., Гаркавенко В. та ін. (2023). Трансформації у фінансуванні корпоративного бізнесу в умовах нестабільності. *Наук. доповідь*. За

ред. В.В. Зимовця. НАН України, ДУ «Ін-т екон. та прогнозув. НАН України». 148 с. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvanni-korporativnoho-biznesu.pdf>

Надійшла 18.04.2024

Прорецензована 13.05.2024

Доопрацьована 29.05.2024

Підписана до друку 11.06.2024

REFERENCES

- Zymovets, V., Danylenko, A., Tereshchenko, O. et al. (2022). Financial risks of doing business in Ukraine: the non-financial corporations sector. V.V. Zymovets (Ed.). Kyiv. 260 p. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/309.pdf> [in Ukrainian].
- Savina, N., Podlevskiy, A. (2017). Main priorities of deshadowing of the economy of Ukraine. *Bulletin of the National University of Water and Environmental Engineering*. Vol. 4 (80). P. 194-201. URL: <https://ep3.nuwm.edu.ua/12375/1/Ve8019%20%D0%B7%D0%B0%D1%85.pdf> [in Ukrainian].
- Tyutyunyk, I. (2019). Tax gap management as a basis for de-shadowing the economy. Sumy. 370 p. URL: https://essuir.sumdu.edu.ua/bitstream-download/123456789/78804/1/Tiutiunyk_Upravlinnia.pdf [in Ukrainian].
- Mazur, I., Shyshak, A. (2017). Socio-economic nature of shadow economy and causes of its development in entrepreneurship. *Bulletin of Taras Shevchenko National University of Kyiv. Economics*. No. 1 (190). P. 13-20. <https://doi.org/10.17721/1728-2667.2017/190-1/2> [in Ukrainian].
- Parshyn, Yu., Sanakoyev, D., Samoylova, S. (2012). Offshorization and deoffshorization of economics: international experience and features. *Scientific Bulletin of the Dnipropetrovsk State University of Internal Affairs*. No. 2 (111). P. 294-301. URL: <http://er.dduvs.in.ua/handle/123456789/6798> [in Ukrainian].
- Varnalii, Z. (2014). Theoretical foundations of de-shadowing the economy of Ukraine. *Visnyk of Vinnytsia Polytechnical Institute*. No. 1. P. 46-53. URL: <https://visnyk.vntu.edu.ua/index.php/visnyk/article/view/976/975> [in Ukrainian].
- Bublyk, Ye. (2020). Financial openness of transitive economies. Kyiv. 324 p. URL: <http://ief.org.ua/docs/mg/320.pdf> [in Ukrainian].
- Tanzi, V. (1983). The underground economy in the United States: annual estimates, 1930–1980. *IMF Staff Papers*, 30(2), 283-305. URL: <https://www.elibrary.imf.org/view/journals/024/1983/002/article-A002-en.xml?ArticleTabs=fulltext>
- Schneider, F. (2013). Size and Development of the Shadow Economy of 31 European and 5 other OECD Countries from 2003 to 2012: Some New Facts. URL: https://www.researchgate.net/publication/268185661_Size_and_Development_of_the_Shadow_Economy_of_31_European_and_5_other_OECD_Countries_from_2003_to_2012_Some_New_Facts
- Medina, L., Schneider, F. (2018). Shadow Economies Around the World: What Did We Learn Over the Last 20 Years? *IMF Working Paper*. No. 18/17. URL: <https://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/wp1817.pdf?abstractid=3124402&mirid=1>
- Schneider, F. (2021). Do Different Estimation Methods Lead to Implausible Differences in the Size of the Non-Observed or Shadow Economies? A Preliminary Answer. *CESifo Working Paper*. No. 9434. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3975110>
- Schneider, F., Asslani, A. (2022). Taxation of the Informal Economy in the EU. 129 p. URL: [https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/734007/IPOL_STU\(2022\)734007_EN.pdf](https://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2022/734007/IPOL_STU(2022)734007_EN.pdf)

- Navickas, M., Juščius, V., Navickas, V. (2019). Determinants of Shadow Economy in Eastern European Countries. *Scientific Annals of Economics and Business*, 66(1), 1-14. URL: https://www.researchgate.net/publication/333209040_Determinants_of_Shadow_Economy_in_Eastern_European_Countries
- Gyomai, G., van de Ven, P. (2014). The non-observed economy in the system of national accounts. *OECD Statistics Brief*. No. 18. URL: <https://web-archiv.oecd.org/2014-06-17/308230-Statistics%20Brief%2018.pdf>
- Kar, D., Spanjers, J. (2014). Illicit Financial Flows from Developing Countries: 2003–2012. *Global Financial Integrity*. 68 p. URL: <https://34n8bd.p3cdn1.secureserver.net/wp-content/uploads/2014/12/Illicit-Financial-Flows-from-Developing-Countries-2003-2012.pdf>
- Dubrovskiy, V., Cherkashyn, V., Hetman, O. (2021). Comparative analysis of the fiscal effect of using tax evasion / avoidance tools in Ukraine. Kyiv, Center for Social and Economic Research CASE Ukraine. 55 p. URL: <https://iset-ua.org/images/Doslidzennya-shem-2021-final.pdf> [in Ukrainian].
- Hobela, V., Podra, O., Batyuk, B., Levkiv, H., Hynda, O. (2022). The Ukrainian economy offshoring: estimation of factors' impact and developing measures to combat. *Business: Theory and Practice*, 23(2), 347-356. <https://doi.org/10.3846/btp.2022.14509>
- Cichockia, S., Torój, A. (2013). Estimating the size of informal economy in a post-transition country — the case of Poland. *Baltic Journal of Economics*. Vol. 23. No. 1. P. 91-116. <https://doi.org/10.1080/1406099X.2023.2228589>
- Oliynyk, D. (2022). Circulation of virtual assets in Ukraine. Kyiv, National Institute for Strategic Studies. 6 p. URL: <https://niss.gov.ua/sites/default/files/2022-07/oliinik.pdf> [in Ukrainian].
- Bereslavskya, O., Shyshkov, S., Sheludko N. (2022). Investment preferences of the population of Ukraine: response to shocks of martial law. *Ukrainian Society*, 4(83), 76-91. <https://doi.org/10.15407/socium2022.04.076> [in Ukrainian].
- Zucman, G. (2013). The missing wealth of nations: are Europe and the U.S. netdebtors or netcreditors? *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 128. Iss. 3. P. 1321-1364. <https://doi.org/10.1093/qje/qjt012>
- Alstadter, A., Johannesen, N., Zucman, G. (2018). Who owns the wealth in tax havens? Macro evidence and implications for global inequality. *Journal of Public Economics*. Vol. 162. P. 89-100. <https://doi.org/10.1016/j.jpubeco.2018.01.008>
- Yalta, A. (2009). Capital Flight: Conceptual And Methodological Issues. *Hacettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences*. Vol. 27. Iss. 1. P. 73-94. URL: <https://dergipark.org.tr/en/pub/huniibf/issue/29197/312623>
- Zymovets, V., Danylenko, A., Tereshchenko, O. et al. (2019). Development of finances of corporate sector enterprises of Ukrainian economy. Kyiv. 62 p. URL: <http://ief.org.ua/docs/sr/303.pdf> [in Ukrainian].
- Danylenko, A., Zymovets, V., Harkavenko V. et al. (2023). Transformations in the financing of corporate business in conditions of instability. V.V. Zymovets (Ed.). 148 p. URL: <http://ief.org.ua/wp-content/uploads/2023/10/Transformatsii-u-finansuvanni-korporatyvnoho-biznesu.pdf> [in Ukrainian].

Received on April 18, 2024

Reviewed on May 13, 2024

Revised on May 29, 2024

Signed for printing on June 11, 2024

Vladyslav Zymovets, Dr. Sci. (Econ.), Senior Research Fellow,
Chief Research Fellow of the Public Finance Department
Institute for Economics and Forecasting of the NAS of Ukraine
26, Panasna Myrnoho St., Kyiv, 01011, Ukraine

SHADOW LIQUID BUSINESS CAPITAL:
FORMATION AND USE

The amount of Ukrainian business' losses since the beginning of the full-scale invasion exceeds the state's ability to compensate them. One of the possible sources of funding for business recovery can be shadow reserves, which have been accumulating for a long time outside the financial system. A methodological toolkit has been developed for evaluating the amount of shadow liquid capital as a potential source of business viability support.

Modern approaches to estimating the size of the shadow economy, based on flow indicators, do not allow for determining the amount of shadow liquid capital. To fill this gap, a conceptual approach is proposed, built upon combining data from banking statistics and estimated volumes of illicit capital outflow. Its application made it possible to estimate the amount of shadow liquid capital, which is sufficient to cover 2/3 of direct business losses from the war (as estimated as of the start of 2024) and 100% of the working capital deficit.

It is shown that since the beginning of the full-scale invasion, the volume of capital outflow from Ukraine amounted to USD 40 billion, and business refrained from reinvesting it. The freezing of liquid capital outside the country's financial system poses a threat to the financial security of the state, generates additional systematic risks, weakens the stability of public finance and limits the supply of capital in the domestic market. During the war, countering the illicit capital outflow is a critical task for the country's financial security. The functional capacity of the policy to combat illicit capital outflow and concealment of income is low, less than 2% of the total amount of shadow income is covered by the available tools. It is proposed to provide for the mandatory declaration of income and property of the ultimate beneficiaries of the business-related parties (shadow liquid capital owners), which will complicate the reinvestment of hidden income and strengthen control over the circulation of shadow liquid capital.

Keywords: *shadow economy; investments; systematic risk; capital structure; financial monitoring; corporate finance; shadow liquid capital.*