

БОРГОВЕ НАВАНТАЖЕННЯ ТА ІНВЕСТИЦІЙНА ДИСФУНКЦІЯ В РЕАЛЬНОМУ СЕКТОРІ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ¹

Розглянуто проблеми впливу макрофінансових та інституційних чинників на формування «боргового навісу» в реальному секторі економіки України. Доведено неспроможність забезпечення модернізації підприємств реального сектору економіки через ринкові механізми. Обґрунтовано необхідність реанімації концепту економічного націоналізму та активізації державної участі у фінансуванні пріоритетних інвестиційних проектів.

Ключові слова: «борговий навіс», інвестиції підприємств, промисловість, фінансові обмеження.

JEL: E22, G32, O016.

Упродовж понад чверті століття економіка України продовжує технологічно деградувати. Виробничий потенціал реального сектору, який було створено здебільшого ще в радянський період, наразі вичерпано, про що свідчать критично високі показники зносу основних засобів. Тенденції деіндустріалізації економіки посилилися: якщо в 2010 р. у промисловості створювалося 19% ВВП, у тому числі у переробній – 13,2% ВВП, то в 2015 р. – вже 17 та 12,1% відповідно. Водночас частка сільського господарства у ВВП України за 2010-2015 рр. зросла з 7 до 12%, що в рази більше, ніж у розвинутих країнах (зокрема, середнє значення

цього показника для країн ЄС-28 становить близько 1,5%, у Польщі у сільському господарстві створюється не більше 3% ВВП, у Німеччині та Великобританії – менше 1% ВВП).

В Україні не спрацювали положення теорії «життєвого циклу промисловості», відповідно до якої за рахунок нагромадження і капіталізації прибутків від експорту сировинної та низькотехнологічної продукції фінансується «технологічна адаптація» підприємств реального сектору: обсяги експорту продукції машинобудування зменшилися з 11,2 млрд дол. США в 2012 р. (17,4% товарного експорту) до 3,3 млрд дол. США у

¹ Підготовлено в рамках НДР «Інституційні детермінанти модернізації фінансового сектора економіки України» та «Фінансове забезпечення структурної модернізації реального сектора економіки України», які виконувались в ДУ «Інститут економіки та прогнозування НАН України».

2015 р. (9,4% товарного експорту). Відтак, модернізація висококонцентрованої та архаїчної структури реального сектору залишається критично важливим завданням для України. У разі гальмування модернізації реального сектору економіки Україні не вдасться підвищити рівень продуктивності використання факторів виробництва, а отже, у перспективі – її остаточне перетворення на сировинний придаток розвинутих країн та ринок збуту їх високотехнологічних товарів.

Ситуація з фінансуванням модернізації ускладнюється тим, що останніми роками підприємства реального сектору стрімко накопичували борги. Сформований «борговий навіс» перетворюється на гальмо міжсекторального кругообігу капіталу, блокуючи процеси модернізації реального сектору економіки України.

Концептуальні аспекти фінансового забезпечення модернізації національної економіки досить ґрунтовно висвітлено в роботах: О. Амоші та В. Вишневіського [1-3], де визначено стратегічні напрями нової промислової політики України, покликані вирішити проблеми неоіндустріалізації, а також розроблено пропозиції щодо організації управління розвитком промисловості в умовах системних дисбалансів; А. Даниленка [4-6] – розкрито загострення протиріччя між економічними інтересами держави і підприємств реального сектору, проявом чого є пріоритет фіскальних інтересів щодо формування дохідної частини бюджету при одночасному зменшенні фінансових ресурсів підприємств, що прямо впливає на потенціал економічного розвитку та має своїм наслідком суттєві недоліки при виконанні дохідної частини державного бюджету та фінансовому забезпеченні модернізації реального сектору; В. Гейця [7-9] – підкреслено інституційну обумовленість інноваційних процесів у промисловому розвитку й обґрунтовано шляхи формування промислової політики;

М. Якубовського [10-12] – розвинуто концептуальні основи стратегії розвитку промисловості України, розглянуто проблеми і перспективи структурно-інноваційних трансформацій промислового потенціалу та ін.

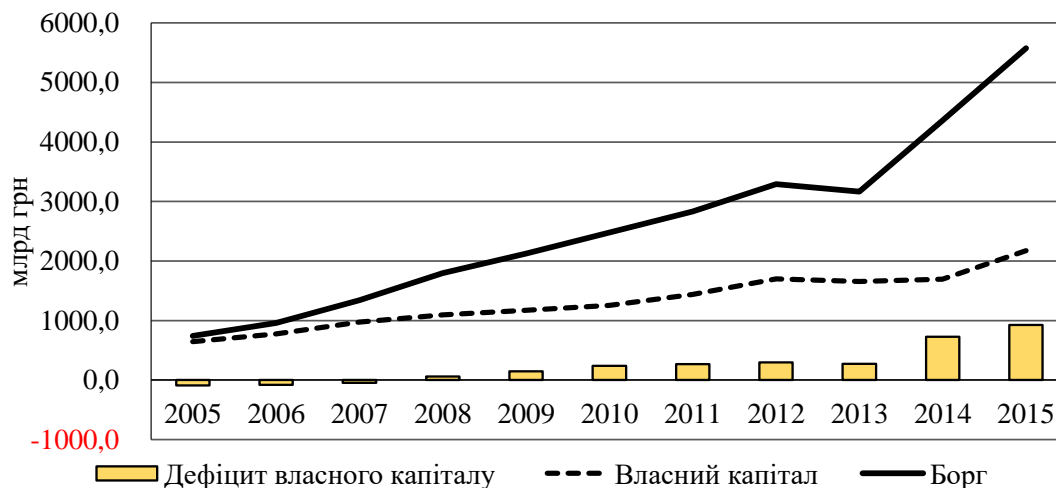
Попри очевидні значні здобутки та досягнуті результати, наразі існуючі підходи до фінансового забезпечення модернізації реального сектору економіки потребують як концептуального, так і змістовного уточнення, обумовленого політико-економічними трансформаціями останніх років, зокрема, в частині врахування впливу жорстких макрофінансових обмежень на потенційні обсяги фінансування проектів модернізації підприємств реального сектору.

Метою статті є систематизація впливу макрофінансових та інституційних чинників на формування «боргового навісу» в реальному секторі економіки й обґрунтування шляхів розблокування фінансового забезпечення модернізації реального сектору економіки України.

Фінансова деградація реального сектору економіки України: фактори та прояви

Фінанси підприємств реального сектору економіки України, насамперед у частині структури капіталу, рівня боргової залежності, розвиваються за достатньо специфічними сценаріями. Специфіка фінансів підприємств реального сектору економіки Україні полягає в стрімкому нарощуванні боргу протягом останніх років: якщо в 2005 р. борги підприємств майже не перевищували власний капітал, то протягом наступного десятиліття мала місце тенденція до їх випереджаючого нарощування порівняно із власними капіталом (рис. 1).

Упродовж 2009-2015 рр. власний капітал підприємств реального сектору зріс на 1 трлн грн, тоді як борги – на 3,5 трлн грн (табл. 1). Власний капітал



Джерело: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>

Рис. 1. Тенденції власного капіталу і боргу підприємств реального сектору економіки України

Таблиця 1
Структура капіталу підприємств реального сектору економіки України за 2009-2015 рр. (на кінець року), млрд грн¹

Показник	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Власний капітал	1 171,9	1 256,0	1 440,8	1 701,9	1 657,9	1 697,4	2 175,2
Банківський кредит	462,2	501,0	575,5	605,4	691,9	778,8	787,8
Інші зобов'язання	1 662,2	1 979,0	2 257,0	2 687,2	2 474,3	3 292,5	4 786,1
Боргова залежність, разів	1,8	2,0	2,0	1,9	1,9	2,4	2,6
Дефіцит власного капіталу	(146,6)	(238,4)	(268,5)	(295,9)	(271,8)	(610,1)	(924,4)

¹ Джерела: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>; Кредити, надані депозитними корпораціями (крім Національного банку України). Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/files/3.3-Loans.xls>.

у промисловості на початок 2016 р. становив лише 479 млрд грн, що на 242 млрд грн, або на 34%, менше порівняно з 01.01.2014 р.; власний капітал у будівництві й торгівлі на початок 2016 р. мав від'ємне значення (-16 і -67 млрд грн відповідно). Зростання власного капіталу мало місце лише у виді діяльності «транспорт, складське господарство, поштова та кур'єрська діяльність» у 2015 р. з 165 до 724 млрд грн у зв'язку з переоцінкою

активів і не було пов'язане з реальними інвестиціями.

Основними причинами декапіталізації підприємств у цей період були збитки внаслідок скорочення попиту на внутрішньому та зовнішньому ринках, а також через знецінення гривні, припинення бізнесу та втрати активів на анексованих й окупованих територіях. Водночас відбулося стрімке зростання боргів підприємств – з 3,1 трлн грн на кінець остан-

нього довоєнного року до 5,2 трлн грн на початок 2016 р., або майже на 2 трлн грн (див. табл. 1).

У 2016 – першій половині 2017 рр. тенденція до зростання боргової залежності зупинилася, але її рівень на початок II кварталу становив 2,3 (по великих і середніх підприємствах).

В умовах стагнації банківського кредитування зростання цін виробників за два роки АТО на 65,3% (майже на дві третини) призвело до гострого дефіциту коштів для розрахунків і збільшення кредиторської та дебіторської заборгованості на 60%. Якщо у мирний час термін оборотності дебіторської заборгованості (Days Sales Outstanding – DSO) в Україні становив близько 150 місяців, що вдвічі вище «нормального рівня» для країн з емерджентною економікою, то на кінець 2015 р. – 175 днів (у 2015 р. глобальний показник DSO для емерджентних ринків склав 71 день [13]). Таким чином, рівень імобілізації активів реального сектору в дебіторську заборгованість наразі в Україні у 2,5 рази вище, ніж в інших країнах із ринками, що формуються. Наслідком стрімкого нарощування боргів та декапіталізації підприємств стало зростання системного кредитного ризику.

Дефіцит власного капіталу підприємств корпоративного сектору зріс з 295,9 млрд грн у 2012 р. до 924,4 млрд грн на початок 2016 р. (див. табл. 1), або понад у 3 рази. Обсяги дефіциту власного капіталу значно перевищують обсяги валового нагромадження капіталу за чотири довоєнні роки (2010-2013 рр.). Реалістично оцінюючи перспективи, можна стверджувати, що для відновлення капіталу підприємств реального сектору економіки до довоєнного рівня знадобиться не менше 5 років.

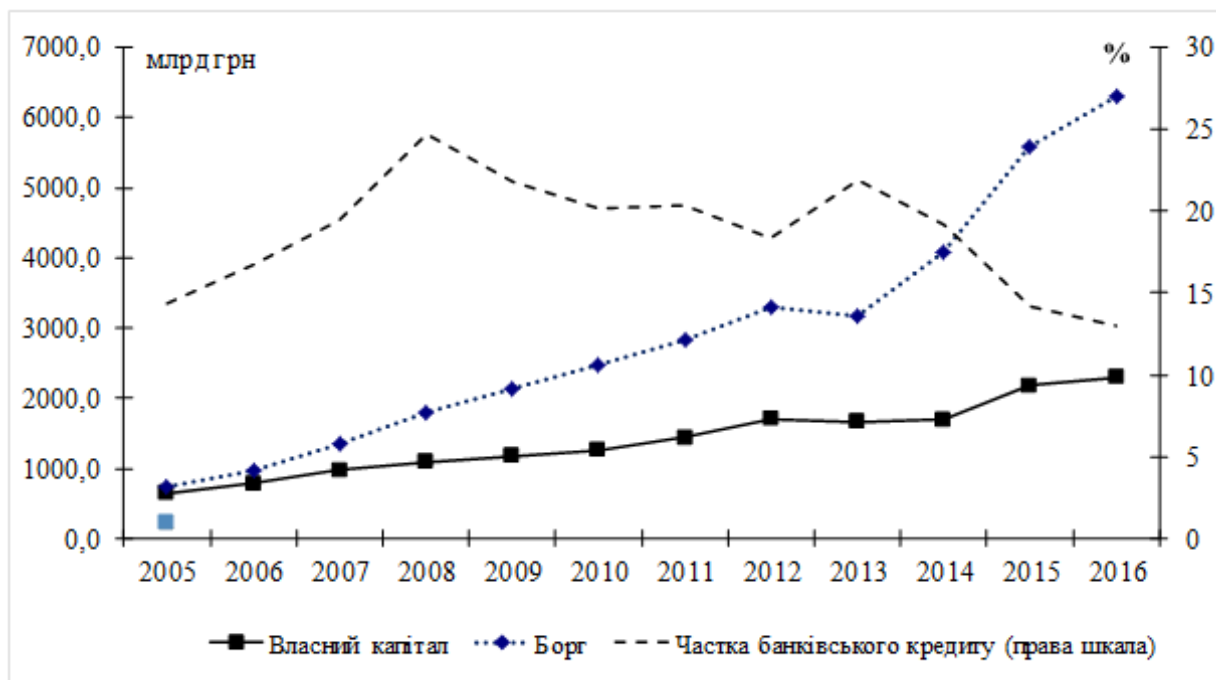
На початок 2016 р. боргова залежність корпоративного сектору досягла рівня 2,6 (див. табл. 1), що значно перевищує «нормальний» для країн з емерджентними економіками рівень (фінан-

совий леверидж, розрахований як відношення власного капіталу до сукупних зобов'язань підприємств, у 2013 р. становив від 0,8 (країни ЦСЄ) до 1,1 (Латинська Америка) та 1,2 (КНР) [14]).

Аномально висока частка боргу у структурі капіталу підприємств реального сектору економіки України є фундаментальною причиною формування стійкої недовіри фінансових інститутів до бізнесу. Оскільки фінансовий стан підприємств реального сектору має значення для доступу підприємств до позикового капіталу [15, с. 3], це стало однією з основних причин стагнації попиту на кредитні ресурси з боку підприємств. Навіть якщо окреме підприємство може мати достатньо високі показники фінансової стійкості, то загалом бізнес-середовище в Україні оцінюється як вкрай ненадійне, переобтяжене великою кількістю токсичних ланок – неплатоспроможних підприємств. Також слід взяти до уваги такий аргумент, як незадовільна кредитна історія переважної більшості позичальників. Діючі підприємства втратили довіру банків, а для її отримання новими підприємствами знадобиться достатньо тривалий час. У зв'язку з цим прірва у відносинах між підприємствами і фінансовим інститутами достатньо тривалий час зберігатиметься.

Стрімке зростання системних ризиків загальмувало розвиток кредитних відносин підприємств із банками та ініціювало процеси «кредитного стиснення» з боку попиту. Починаючи з 2009 р. сформувалася виразна тенденція до послаблення ролі банківського кредиту у фінансуванні підприємств реального сектору економіки: якщо на початок 2009 р. на банківський кредит припадало 25% зобов'язань підприємств, то на початок 2016 р. – лише 15% (рис. 2).

Водночас мала місце тенденція заміщення банківського кредиту сурогатними формами фінансування протягом 2014-2015 рр. Загалом поширення саме



Джерело: Структура балансу підприємств за видами економічної діяльності. Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>

Рис. 2. Тенденції у структурі капіталу підприємств реального сектору економіки України в 2005-2015 рр.

сурогатних форм боргового фінансування (у тому числі кредиторської заборгованості) властиве для підприємств у країнах із перехідною економікою, оскільки кредиторська заборгованість є альтернативою формою фінансування для тих підприємств, які стикаються з надвисокими преміями при залученні зовнішнього фінансування, у тому числі банківського кредитування [16, с. 147]. Це, з одного боку, а з іншого – нарощування «небанківських» боргів ініціює процеси сегментації фінансової системи та посилює автономність сегменту нефінансових корпорацій, що призводить до подальшого погіршення фінансового стану підприємств та зумовлює майже тотальну відсутність платоспроможного попиту на кредити з боку підприємств.

На тлі декапіталізації підприємств стрімко зростала кредиторська заборгованість. Упродовж 2013-2015 рр. її номінальні обсяги збільшилися майже на 1

трлн грн, або в 1,5 раза. Варто зауважити, що з прийняттям Податкового кодексу в 2010 р. було звільнено від оподаткування податком на прибуток отриману підприємствами попередню оплату (аванси). Це сприяло стрімкому зростанню кредиторської заборгованості як сурогатної форми позикового капіталу.

Надмірна обтяженість підприємств реального сектору економіки боргами в усіх формах підвищує кредитні ризики і негативно впливає на динаміку банківського кредитування. Можна стверджувати про відсутність «платоспроможного» попиту на кредити та інші форми боргового фінансування з боку підприємств реального сектору економіки.

Боргові відносини, у тому числі кредитні, можуть розвиватися лише за умови збереження у межах розсудливого діапазону пропорцій між власним капіталом і боргами підприємств. Надмірна обтяженість підприємств реального сектору

економіки боргами в усіх формах підвищує кредитні ризики і негативно впливає на динаміку банківського кредитування. На думку до А. Кортевега, для підприємств із потенційно високими втратами від фінансової скрути (*financial distress costs*) навіть незначне зростання боргової залежності призводить до суттєвого знецінення вартості підприємства [17]. Такі втрати будуть значними за відсутності надійного захисту інтересів кредиторів і права власності. У зв'язку з цим слід звернути увагу на негативний вплив саме інституційних чинників, пов'язаних із внутрішньо- та міжсекторальним рухом ліквідності й капіталу, а саме:

а) *недосконалість процедур банкрутства*. Баланси підприємств реального сектору переобтяжені боргами й авансами, отримання яких не оподатковується відповідно до нового ПКУ, та фінансовими тромбами (потенційно нежиттєздатними підприємствами, які через затягування судових та інших адміністративних процедур тривалий час не ліквідуються). Середня тривалість процедури банкрутства в Україні становить 2,9 року, що втричі довше, ніж у США. В умовах нормально функціонуючого ринку обтяжені боргами підприємства повинні залишати ринок через процедуру банкрутства, фінансова система – саморегулюватися, а надмірна обтяженість боргами не може мати системного характеру. Уповільнення міжгалузевого руху капіталу, зумовлене недосконалістю механізмів банкрутства, перешкоджає очищенню фінансової системи від токсичних елементів (неплатоспроможних підприємств) та вилученню активів із потенційно нежиттєздатної частини корпоративного сектору. Це є прямою перешкодою для структурної модернізації реального сектору економіки;

б) *незахищеність інтересів кредиторів*. Однією з причин високих кредитних ризиків в Україні є слабкість судового

захисту інтересів кредиторів і низький рівень відшкодування в разі банкрутства підприємства. За результатами банкрутства у США кредитори отримують 80,4% в разі банкрутства божника, у Польщі – 58,3, у Німеччині – 83,7, а в Україні цей показник у 2015 р. становив 8,3% [18]. Нереформована і корумпована судова система – найвагоміша причина такої різниці;

в) *недовіра до банківських інститутів з боку підприємств реального сектору*, зумовлена ризиками втрати капіталу у зв'язку з непрозорими процедурами виведення неплатоспроможних банків із ринку. Упродовж 2014-2016 рр. ризики втрати капіталу підприємств у ліквідній формі значно посилюються як реакція на повністю непрозору кампанію НБУ з «очищення» банківської системи, наслідком якої стали прямі втрати підприємств реального сектору в обсязі не менше 270 млрд грн [19]. Феномен примусової демонетизації економіки Кубіва-Гонтарєвої не має аналогів у минулому¹. Очевидно, що за умов, коли підприємства не мають жодних шансів повернути втрачені кош-

¹ Йдеться про так зване «очищення» – безпрецедентне скорочення кількості банків, яке розпочалося з кінця 2013 р. (з січня 2014 р. по 26 лютого 2017 р. із ринку виведено 87 банків). Цей захід став першим етапом реалізації Комплексної програми розвитку фінансового сектору України до 2020 р., яким передбачалося «очищення» фінансового сектору – кардинальне вирішення проблеми «баластів» минулого, виведення з ринку недобросовісних гравців, розкриття власників учасників фінансового сектору. Проте на практиці масова ліквідація банків виявилась мало схожою на «переформатування» банківського сектору, оскільки в умовах економічної нестабільності процес агресивного виведення банків із ринку негативно вплинув на інші сектори економіки, зокрема безпосередніми наслідками виведення такої кількості банків із ринку стало стиснення кредитного потенціалу банківського сектору, відтік депозитів, погіршення фінансового стану підприємств, різке зростання фінансового навантаження на ФГВФО та держбюджет (детальніше див. джерело [20]).

ти, формується стійкий імунітет до нагромадження капіталу у ліквідній формі в банківській системі України з цілком зрозумілими наслідками (офшоризація та тінізація фінансових відносин).

Наслідком тотальної сегментації фінансів бізнесу в Україні на центри витрат, які легально функціонують, і центрів доходів, які знаходяться в офшорних зонах або у тіньовій сфері (готівка у національній та іноземній валюті), стало формування деформованої фінансової моделі ведення бізнесу в Україні. Основною ознакою цієї моделі є надвисокий рівень боргової залежності, що, відповідно до теорії корпоративних фінансів, разом із впливом інших чинників суттєво збільшує умовний рівень плати за капітал для підприємств корпоративного сектору економіки та негативно впливає на інвестиційну активність.

Незадовільний фінансовий стан і замороження ресурсів в активах нежиттєздатних підприємств в Україні, разом із концентрацією капіталу у ФПП та виведенням прибутків за межі України (офшоризацією), створюють перешкоди та уповільнюють процеси міжсекторальної

реалокатії фінансових і матеріальних ресурсів. Упродовж останніх років в Україні відбувається масштабна декапіталізація реального сектору економіки, що перекреслює перспективи економічного розвитку (відповідно до теорії стадій В. Ростоу).

Фактично ситуація з «борговим навісом» у реальному секторі економіки означає не лише тимчасову зупинку механізмів кредитування підприємств реального сектору, але і функціональну неспроможність існуючої інституційної основи запустити ринкові механізми ефективної реалокатії капіталу в економіці України.

Макроекономічні обмеження механізмів фінансового забезпечення модернізації підприємств реального сектору

Упродовж 2010-2016 рр. мали місце всі прояви ресурсного та функціонального послаблення фінансової системи України: падіння рівня монетизації та стрімке зростання макроекономічних дисбалансів (табл. 2).

Таблиця 2

Ключові параметри розвитку фінансової системи України у 2010-2016 рр.¹

Показник	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Валовий державний борг, % ВВП	39,9	36,3	36,5	40,3	69,4	79,0	81,0
Рівень монетизації на кінець періоду, % ВВП	55,2	52,6	54,8	61,8	57,1	50,2	46,3
Відношення витрат на обслуговування боргу до доходів зведеного бюджету, %	4,9	6,4	6,14	8,1	11,5	13,6	12,3
Процентні ставки за кредитами нефінансовим корпораціям (середньозважені), % річних	14,9	14,7	17,3	15,2	16,7	21,4	17,7
Відношення валового державного боргу до грошової маси (M2), %	72,3	69,0	66,7	64,3	115,1	158,2	175,1

¹ Джерела: Міністерство фінансів України, НБУ. Режим доступу: <http://databank.worldbank.org/data/>; Вартість кредитів за даними статистичної звітності банків України (без урахування овердрафту). Режим доступу: http://www.bank.gov.ua/files/Procentlastb_KR.xls.

До загрозливих тенденцій останніх років можна віднести стрімке зростання боргової залежності держави та падіння норми чистих заощаджень. Саме в 2010-2013 рр. було закладено макроекономічні підвалини для руйнування фінансової системи України. Насамперед йдеться про надмірні державні витрати, які не були забезпечені відповідними доходами. Кумулятивний дефіцит зведеного бюджету країни лише за період 2010-2013 рр. перевищив 200 млрд грн, або майже 4% ВВП. Негативний вплив макроекономічних чинників у 2014-2015 рр. посилюється, відношення державного та гарантованого державою боргу до ВВП зросло з майже 40 до 79%.

На початок 2017 р. рівень монетизації знизився до найнижчої з 2010 р. позначки – 46,3% ВВП, що на тлі стрімкого зростання державного боргу призвело до тотальної неспроможності фінансування останнього за рахунок внутрішніх джерел. Якщо на кінець 2013 р. відношення державного боргу до М2 становило 64,3%, то на кінець 2016 р. – 175,1% (при критичному рівні 50% [21, с. 227]). Фактично Україна повернулася до дисбалансів 1999-2000 рр. за параметрами абсорбційної спроможності фінансової системи,

що призвело до значного дефіциту вільного капіталу та вкрай негативних наслідків у частині пропозиції фінансових ресурсів реальному сектору економіки.

Протягом 2014-2016 рр. у фінансовій системі країни відбувалися деструктивні процеси («виснаження» фінансового сектору) (табл. 3), що прогресували на тлі неспроможності самостійно протистояти військовій загрозі та надзвичайно високих ризиків втрати суверенітету. Об'єктивною реакцією стало стиснення фінансового ринку і фактична зупинка руху капіталу через ринкові канали (кредитний канал, фондовий ринок) на тлі розгорнутої НБУ кампанії з «очищення» банківської системи. Наслідки країна відчуватиме ще тривалий час. Відомо, що повноцінне функціонування зруйнованих ринкових механізмів кругообігу капіталу, насамперед партнерських зв'язків між підприємствами та банками, які формуються не один рік, неможливо відновити в короткі терміни, а реанімація фінансового сектору потребуватиме тривалого часу [22, с. 6]. Погіршення ситуації в банківському секторі стало серйозною перешкодою для модернізації реального сектору економіки України.

Таблиця 3

«Фінансове виснаження» в економіці України (2011-2016 рр.)¹

Показник	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Державний та гарантований державою борг, млрд грн	437,2	515,5	584,8	1100,8	1572,2	1929,8
Грошова маса, млрд грн	685,5	773,2	909,0	956,7	994,1	1102,7
ОВДП в активах банків, млрд грн	142,5	171,6	228,1	411,1	471,5	637,4
Коефіцієнт «виснаження» фінансового сектора, %	20,8	22,2	25,1	43,0	47,4	57,8

¹ Джерела: Міністерство фінансів України, НБУ.

Разом із дефіцитом капіталу на внутрішньому ринку значно погіршились умови доступу підприємств до капіталу на міжнародних ринках. Фактично можна

сказати про повну втрату доступу до зовнішніх джерел фінансування як наслідок стрімкого зростання зовнішнього боргу країни. Події на сході країни у 2014-

2016 рр. оцінювалися на світових фінансових ринках як вкрай високий інвестиційний ризик, який разом із високою зовнішньою борговою залежністю країни залишатиметься основним бар'єром для іноземних інвестицій. За таких умов як реальне джерело фінансового забезпечення структурної модернізації реального сектору економіки України наразі та в перспективі можна розглядати лише чисті внутрішні заощадження.

Протягом 2008-2013 рр. в Україні склалася чітко виражена тенденція до падіння норми чистих заощаджень: з 11,6% ВВП у 2008 р. до 0,8% ВВП у 2012 р., що

є ознакою формування моделі економіки споживання (табл. 4). У цей період недовістатні обсяги внутрішніх заощаджень компенсувалися за рахунок зовнішніх запозичень, які здійснювались в особливо великих обсягах упродовж 2011-2013 р., що дозволило тимчасово приховувати незадовільний стан із нагромадженням капіталу в економіці. Разом із тим провал проголошеної тодішньою владою програми модернізації економіки України, проявом якого була подальша структурна деградація реального сектору економіки, зумовив подальше стрімке падіння норми чистих заощаджень.

Таблиця 4

Чисті заощадження та зовнішні запозичення у 2008-2015 рр., % до ВВП¹

Показник	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Норма чистих заощаджень	11,6	4,9	7,6	6,3	0,8	-3,1	-0,8	4,4
Кредитування/запозичення	7,1	-0,1	0,1	4,7	6,0	6,2	1,5	-1,4
Разом	18,7	4,8	7,7	11,0	6,8	3,3	0,7	3,0

¹ Джерело: Зведені національні рахунки. Режим доступу: <http://ukrstat.gov.ua/>

У 2014 р. фінансова система країни зазнає подвійного удару – від'ємні чисті заощадження та відплив капіталу за кордон призводять до падіння нарощування капіталу (0,7% ВВП). Це паралізувало інвестиційний процес та змусило відкласти проекти структурної модернізації реального сектору на невизначено довгий час. Потужний «ефект витіснення» заблокував функціонування фінансового сектору, насамперед банків, у частині пропозиції ресурсів. У 2015 р. чисті заощадження становили 4,4%, що на тлі відпливу капіталу забезпечило позитивну динаміку на рівні 3,0% ВВП.

Зростання частки власних коштів підприємств у фінансуванні капітальних інвестицій з 61,2% у 2011 р. до 69,4% у 2016 р. відбулося не завдяки зміцненню фінансового стану та нагромадженню власних інвестиційних ресурсів у реальному секторі. Скорочення державних ін-

вестицій та згорання банківського кредитування (делеверидж) призвело до заморожування багатьох інвестиційних проектів, їх відкладення до «кращих часів». На тлі падіння реальних обсягів інвестицій протягом 2011-2016 рр. та суттєвого скорочення обсягів банківського кредитування, зростання частки власних коштів у структурі джерел фінансування інвестицій означало лише те, що підприємства завершували розпочаті раніше інвестиційні проекти за рахунок імобілізації обігового капіталу. Ця думка підтверджується також чітко вираженою тенденцією до збільшення від'ємного значення чистих заощаджень у 2013-2014 рр., тобто фінансування капітальних інвестицій за рахунок нестійких джерел – короткострокових зобов'язань.

Висновки. Ключовою перешкодою реалізації модернізаційних проектів у реальному секторі економіки України є де-

фіцит джерел фінансування. Недостатність внутрішніх джерел і погіршення умов доступу підприємств до зовнішніх джерел фінансування, гальмування міжсекторального кругообігу капіталу, згорання кредитної активності банків та обмежені можливості прямої державної участі у фінансовому забезпеченні інвестиційних проектів стримують процеси модернізації реального сектору економіки України.

Масштабна декапіталізація у реальному секторі економіки впродовж 2014-2016 рр. обмежила можливості підприємств щодо фінансування модернізаційних проектів за рахунок власних коштів. Не доводиться очікувати, що фінансовий сектор, який зазнав двох нищівних ударів – фінансова криза в 2008-2009 рр., анексія АР Крим та АТО на сході країни, відновить втрачений ресурсний потенціал і спроможність виконати роль фінансового донора реального сектору економіки навіть у середньостроковій перспективі. Наразі слабкість фінансової системи України та її вразливість до внутрішніх і зовнішніх загроз генерують значні інвестиційні ризики, індикатором яких є вищий (порівняно з іншими країнами, що розвиваються) рівень реальних процентних ставок. Об'єктивна деструкція фінансової системи України, обтяженість держави боргами та соціальними зобов'язаннями значною мірою зменшують потенційні можливості фінансового забезпечення модернізації підприємств реального сектору економіки.

Аномально високий рівень боргової залежності підприємств в Україні є проявом «квазіринковості» фінансової системи України та її неспроможності до самозбалансування внаслідок системної інституційної неспроможності.

На даний час надмірна боргова залежність підприємств, макроекономічна нестабільність, високі валютні та суверенні ризики України створили вкрай не-

сприятливі умови для структурної модернізації реального сектору економіки України. За таких умов міжгалузевий кругообіг капіталу гальмується, кредитний механізм не функціонує на повну потужність. Зберігає свою актуальність висновок про неспроможність ринкових механізмів дати поштовх модернізації підприємств реального сектору економіки України на новітній технологічній основі без державної адміністративної та фінансової підтримки [23, с. 59]. У зв'язку з цим єдиною альтернативою, що потребує подальших досліджень з урахуванням специфіки сучасного інституційного середовища України, є реанімація концепту економічного націоналізму та активізація державної участі у фінансуванні пріоритетних інвестиційних проектів, зокрема в частині консолідації публічних фінансів за рахунок скорочення непродуктивних державних витрат та переходу від секторальної фінансової підтримки державою підприємств традиційних видів економічної діяльності до «точкової» фінансової підтримки пріоритетних модернізаційних проектів через податковий та бюджетний канали, що дозволить послабити негативний вплив «ефекту витіснення» на функціонування фінансових ринків і нагромадження продуктивного капіталу в реальному секторі економіки.

Література

1. Амоша О.І., Вишневецький В.П., Збаразька Л.О. та ін. *Промисловість і промислова політика України 2013: актуальні тренди, виклики, можливості: наук.-аналіт. доповідь*. В.П. Вишневецький (ред.). Донецьк: НАН України, Ін-т економіки пром-сті, 2014. 192 с.

2. Вишневецький В.П. Глобальна неоіндустріалізація и её уроки для Украины. *Економіка України*. 2016. № 8. С. 26-43.

3. Вишневіський В.П. Промислова політика: теоретичний аспект. *Економіка України*. 2012. № 2. С. 4-15.

4. Алімов О.М., Даниленко А.І., Трегобчук В.М. та ін. *Економічний розвиток України: інституціональне та ресурсне забезпечення*: С.І. Пирожков (відп. ред.). К.: Об'єднаний ін-т економіки НАН України, 2005. 540 с.

5. *Державна політика стабілізації фінансів підприємств*: ред. А.І. Даниленко. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2011. 542 с.

6. *Ризики та перспективи розвитку України у період посткризового відновлення*: ред. А.І. Даниленко. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2012. 348 с.

7. *Структурні зміни та економічний розвиток України*: ред. Л.В. Шинкарук. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2011. 696 с.

8. Геєць В.М. Інституційна обумовленість інноваційних процесів у промисловому розвитку України. *Економіка України*. 2014. №12. С. 4-19.

9. Геєць В.М. Ліберально-демократичні засади: курс на модернізацію України. *Економіка України*. 2010. № 3. С. 4-20.

10. Якубовський М.М., Новицький В.С., Кіндзерський Ю.В. Концептуальні основи стратегії розвитку промисловості України на період до 2017 року. *Економіка України*. 2007. № 11. С. 4-20.

11. *Промисловий потенціал України: проблеми та перспективи структурно-інноваційних трансформацій*: ред. Ю. В. Кіндзерський. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2007. 408 с.

12. Кіндзерський Ю.В., Якубовський М.М., Галиця І.О. та ін. *Потенціал національної промисловості: цілі та механізми ефективного розвитку*: ред. Ю.В. Кіндзерський. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2009. 928 с.

13. Payment behavior: Who's paying the piper? Режим доступу:

<http://www.eulerhermes.com/mediacenter/Lists/mediacenter-documents/Economic-Insight-Payment-Behavior-DSO-Jun15.pdf> (Дата звернення 30.05.2017).

14. IMF. Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets. 2015. October. Режим доступу: <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2015/02/pdf/text.pdf> (Дата звернення 20.05.2017).

15. The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature. *BCBS Working Papers*. 2011. February. № 18.

16. De Haas R., Peeters M. The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*. 2006. Vol.14 (1). 133–169. Режим доступу: ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf (Дата звернення 02.06.2017).

17. Korteweg A. G. The Costs of Financial Distress Across Industries (September 20, 2007). Режим доступу: <https://ssrn.com/abstract=945425> або <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.945425> (Дата звернення 12.06.2017).

18. World Bank. Resolving Insolvency. *Doing Business*. Режим доступу: <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency> (Дата звернення 02.06.2017).

19. Ормоцадзе М. Українська рулетка: громадяне и бизнес потеряли в банках-банкротах свыше 300 млрд гривен. *Forbes Украина*. 2016. Май, 27. Режим доступу: <http://forbes.net.ua/business/1416943-ukrainskaya-ruletka-grazhdane-i-biznes-poteryali-v-bankah-bankrotah-svyshe-300-mlrd-griven> (Дата звернення 20.02.2017).

20. Гаркавенко В.І., Шаповал Ю.І. «Очищення» банківського сектора в Україні: ціна для суспільства та держави.

Український соціум. 2017. №1. С. 108-123.

21. Зимовець В.В. *Державна фінансова політика економічного розвитку*. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2010. 356 с.

22. *A confidence crisis?. Restoring trust in financial services* / edited by John Springford. – L.: SMF, 2011. 131 p. Режим доступу: <http://www.smf.co.uk/wp-content/uploads/2011/07/Publication-A-Confidence-Crisis-Restoring-trust-in-financial-services.pdf> (Дата звернення: 14.02.2017).

23. *Вплив кризи на фінанси реального сектора економіки України та шляхи їх оздоровлення*. ред. А.І. Даниленко. К.: Ін-т екон. та прогнозув. НАН України, 2014. 520 с.

References

1. Amosha, O.I., Vishnevsky, V.P., Zbarazska, L.O. and oths. (2014). *Industry and industrial policy of Ukraine 2013: current trends, challenges, opportunities: Scientific and Analytical Report*. In V.P. Vishnevsky (Ed.). Donetsk, Institute of Industrial Economics of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

2. Vishnevsky, V. (2016). Global neo-industrialization and its lessons for Ukraine. *Economy of Ukraine*, 8, pp. 26-43 [in Russian].

3. Vishnevsky, V. (2012). Industrial policy: theoretical aspects. *Economy of Ukraine*, 2, pp. 4-15 [in Russian].

4. Alymov, O., Danylenko, A., & Trehobchuk, V. and oths. (2005). *Economical development of Ukraine: institutional ma resource providing*: In S.I. Pyrozhkov (Ed.). Kyiv, United Institute for Economics of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

5. *State corporate finances stabilization policy*. (2011). In A.I. Danylenko (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

6. *Risks and perspectives development of Ukraine in post crises renewal*. (2012). In

A.I. Danylenko (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

7. *Structural changes and economical development of Ukraine*. (2011). In L.V. Shynkaruk (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

8. Heyets, V. (2014). Institutional conditionality of innovative processes in Ukraine's industrial development. *Economy of Ukraine*, 12, pp. 4-19 [in Ukrainian].

9. Heyets, V. (2010). Liberal-democratic principles: course to a modernization of Ukraine. *Economy of Ukraine*, 2010, 3, pp. 4-20 [in Ukrainian].

10. Yakubovs'kyi, M., Novyts'kyi, V., & Kindzers'kyi, Yu. (2007). Conceptual foundations of the strategy of development of Ukraine's industry in the period till 2017. *Economy of Ukraine*, 11, pp. 4-20 [in Ukrainian].

11. *The potential of the national industry: problems and perspectives structural and innovation transformations*. (2007). In Yu.V. Kindzersky (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

12. Kindzersky, Yu.V., Yakubovsky, M.M., Galitsa, I.A. and oths. (2009). *The potential of the national industry: the goals and mechanisms of effective development*. In Yu.V. Kindzersky (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

13. Payment behavior: Who's paying the piper? Retrieved from <http://www.eulerhermes.com/mediacenter/Lists/mediacenter-documents/Economic-Insight-Payment-Behavior-DSO-Jun15.pdf> [assessed 30 May 2017].

14. IMF. Global Financial Stability Report: Vulnerabilities, Legacies, and Policy Challenges. Risks Rotating to Emerging Markets. 2015. October. Retrieved from <http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR>

/2015/02/pdf/text.pdf [assessed 20 May 2017].

15. The transmission channels between the financial and real sectors: a critical survey of the literature. (2011, February, 18). *BCBS Working Papers*.

16. De Haas, R., & Peeters, M. (2006). The dynamic adjustment towards target capital structures of firms in transition economies. *Economics of Transition*, 14(1), pp. 133-169. Retrieved from ebrd.com/downloads/research/economics/publications/EoT_by_RDH.pdf [assessed 02 June 2017].

17. Korteweg, A.G. (2007). The Costs of Financial Distress Across Industries. Retrieved from <https://ssrn.com/abstract=945425> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.945425> [assessed 12 June 2017].

18. World Bank. Resolving Insolvency. *Doing Business*. Retrieved from <http://www.doingbusiness.org/data/exploretopics/resolving-insolvency> [assessed 02 June 2017].

19. Ormotsadze, M. (2016, May 27). Ukrainian Roulette: Clients Lost Over

UAH300bn in Banks Bankrupted. *Forbes Ukraine*, Retrieved from <http://forbes.net.ua/business/1416943-ukrainskaya-ruletka-grazhdane-i-biznes-poteryali-v-bankah-bankrotah-svyshe-300-mlrd-griven> [assessed 02 February 2017].

20. Harkavenko, V., & Shapoval, Yu. (2017). «Moppig up» banking sector in Ukraine: the value for society and state. *Ukrainian society*, 1, pp. 108-123 [in Ukrainian].

21. Zymovets, V. (2010). *State economy development finance policy*. Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

22. *A confidence crisis?. Restoring trust in financial services*. (2011). Edited by John Springford. L.: SMF. Retrieved from <http://www.smf.co.uk/wp-content/uploads/2011/07/Publication-A-Confidence-Crisis-Restoring-trust-in-financial-services.pdf> [assessed 14 February 2017].

23. *Crisis influence on real sector finances Ukrainian economy and improvement mechanism*. (2014). In A.I. Danylenko (Ed.). Kyiv: Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine [in Ukrainian].

Владислав Викторович Зимовец,

д-р экон. наук, с.н.с.

E-mail: zymovets_vlad@ukr.net;

Наталья Михайловна Шелудько,

д-р экон. наук, проф.

ГУ «Институт экономики и прогнозирования НАН Украины»

01011, Украина, г. Киев, ул. Панаса Мирного, 26

E-mail: n.sheludko@ukr.net

ДОЛГОВАЯ НАГРУЗКА И ИНВЕСТИЦИОННАЯ ДИСФУНКЦИЯ В РЕАЛЬНОМ СЕКТОРЕ ЭКОНОМИКИ УКРАИНЫ

Рассмотрены проблемы влияния макрофинансовых и институциональных факторов на формирование «долгового навеса» в реальном секторе экономики Украины. Доказана невозможность обеспечения модернизации предприятий реального сектора экономики через рыночные механизмы. Обоснована необходимость реанимации концепта экономического национализма и активизации государственного участия в финансировании приоритетных инвестиционных проектов.

Ключевые слова: «долговой навес», инвестиции предприятий, промышленность, финансовые ограничения.

JEL: E22, G32, O016.

Vladislav V. Zymovets,

Doctor of Economic

E-mail: zymovets_vlad@ukr.net;

Nataliia M. Shelud`ko,

Doctor of Economic, professor

State Institution «Institute for Economics and Forecasting, NAS of Ukraine»

01011, Ukraine, Kyiv, Panasna Myrnoho str, 26

E-mail: n.sheludko@ukr.net

DEBT BURDEN AND INVESTMENT DISFUNCTION IN REAL SECTOR OF UKRAINE

The paper deals with factors of Ukrainian companies' investment activity before and after the global financial crisis of 2008-2009. Given the growth of non-financial corporations debt under the general monetary tightening accompanied by the stagnation of investment in fixed assets, the roles of financial constraints and debt burden are investigated.

The paper also considers the influence of macrofinancial and institutional factors' influence on the "debt burden" formation in the real sector of the Ukrainian economy. The failure to ensure the modernization of enterprises in the real sector of the economy through the market mechanisms has been proved. The necessity of reanimation of the concept of economic nationalism and activation of state participation in financing of priority investment projects is substantiated.

The results show differences in the investment behavior of enterprises before and after the crisis of 2008-2009: the weak influence of financial constraints before the crisis turned into statistically and economically significant thereafter. In the post-crisis environment of limited financial resources states' borrowing can crowd out borrowings of other companies, and thus crowd out private investment.

The presence of debt burden may have implications on monetary policy: central bank has an additional argument in favor of softer policy. The government has to take into account the heterogeneity of industrial enterprises: the major "burden" of tight monetary policy and reforms in financial sector falls on the corporate investment.

Keywords: debt burden; corporate investment; industry; financial constraints.

JEL: E22, G32, O016.

Формати цитування:

Зимовець В.В., Шелудько Н.М. Боргове навантаження та інвестиційна дисфункція в реальному секторі економіки України. *Економіка промисловості*. 2017. № 3 (79). С. 82-95. doi: 10.15407/econindustry2017.03.082

Zymovets, V.V., & Shelud`ko, N.M. (2017). Debt burden and investment disfunction in real sector of Ukraine. *Econ. promisl.*, 3 (79), pp. 82-95. doi: 10.15407/econindustry2017.03.082

Надійшла до редакції 21.08.2017 р.