

## НАПРЯМИ ВПЛИВУ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ ЕКОНОМІКИ УКРАЇНИ НА ДІЯЛЬНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ

У статті представлено результати аналізу проблем взаємодії фінансового та реального капіталу на сучасному етапі розвитку ринкових відносин в Україні. Обґрунтовано напрями розробки заходів щодо їх вирішення шляхом інтеграції фінансового та реального секторів економіки.

The article presents an analysis of interaction problems between the financial and real capital at the modern stage of market relations' development in Ukraine. The directions of the development of measures to solve them through the integration of the financial and real sectors of the economy are substantiated.

**Постановка проблеми у загальному вигляді.** Проблема впливу фінансового сектору економіки на діяльність підприємств реального сектору економіки була досить актуальною і до посилення в останні роки кризових явищ, а в сучасних умовах її актуальність тільки зростає. Історично фінансовий ринок виник саме як механізм фінансування реального сектору економіки та перерозподілу ресурсів у цій сфері, але до сьогодні його роль зазнала істотних змін.

Однією із основних спільних рис розвинутих економік та економік, що розвиваються, є дивергенція – відрив фінансового капіталу, його зростання на основі автономного функціонування поза межами діяльності підприємств, що створюють ВВП. Домінування фінансового сектору над реальним сектором економіки обумовило виникнення в науці нового поняття «фінансоміки», що уособлює перехідну форму становлення та формування глобальної економіки із самодостатньою фінансовою складовою на різних рівнях, в якій спотворене розуміння ефективності використання капіталу втілюється у його переважному спрямуванні на задоволення власних потреб самозбагачення [1]. У той час, коли в розвинених країнах ця проблема є предметом широкого обговорення з метою пошуку шляхів її вирішення, в економіках, що розвиваються, у тому числі, і в Україні, тенденції дивергенції не приділяється достатня увага ні з теоретичної, ні з практичної точок зору. Незважаючи на порівняно менші масштаби проблеми дивергенції в Україні, наростання відриву фінансового капіталу від сфери матеріального виробництва посилює невизначеність довгострокових економічних перспектив, підвищує ймовірність виникнення фінансової кризи та обмежує інвестиції на реконструкцію та розвиток вітчизняної промисловості.

**Аналіз досліджень і публікацій останніх років.** Розробка проблеми взаємодії фінансового та реального капіталу здійснювалась багатьма вченими зі світовим ім'ям. Так, феномен відриву фінансового ринку від реальної економіки та формування так званого фіктивного капіталу був відмічений ще К. Марксом, хоча більше стосувався ринку цінних паперів. Науковий інтерес до вивчення проблеми дивергенції присутній у дослідженнях різних наукових шкіл. Найбільш повно теоретичні засади економічних відносин між фінансовим та реальним секторами економіки були розкриті у роботах Дж. М. Кейнса, Х. Мінскі, Дж. Тобіна, Й. Шумпетера, Р. Гільфердінга. М. Кейнс вважав, що на фінансовому ринку найбільш яскраво проявляється одна із основних рис капіталістичної дійсності: ті інструменти, які покликані забезпечувати порядок, найчастіше породжують хаос. Р. Гільфердінг у своїй роботі «Фінансовий капітал» не тільки вивів його категоріальну сутність, але й розкрив процес уніфікації розрізнених сфер промислового, торгового та банківського капіталу під загальним керівництвом «фінансової аристократії».

Й. Шумпетер надав банкам визначальну роль у розробленій ним моделі переходу економіки «зі стану відсутності розвитку до розвитку» [2, с.316; 3, с.99; 4, с.263].

Окремі аспекти проблеми взаємодії реального та фінансового капіталів представлені в працях М. І. Туган-Барановського, М. Толксфорда, Л. Менкова, О. Шторха та інших видатних учених-економістів [2, с.816; 5, с.15; 6, с.20].

У ХХІ ст. в умовах глобалізації та стрімкого розвитку фінансового сектора проблема його макроекономічної ефективності у практичному житті відійшла на другий план, але тільки не в науці. Сьогодні проблема дивергенції є об'єктом уваги зарубіжних та вітчизняних вчених, серед яких М. Бінсвангер, Г. Барсегов, П. Суворов, Е. Сандоян, І. Левіна, М. Згуровський, О. Барановський, Т. Савченко, Ю. Баженова та ін. [1; 5, с.10; 6, с.21; 7, с.8; 8, с.53].

**Виділення невирішених раніше частин загальної проблеми.** Однак наявність низки фундаментальних наукових робіт, присвячених проблемі взаємодії фінансового та реального секторів економіки, не виключає необхідності поглибленого дослідження сучасних тенденцій у сфері економічних відносин між фінансовими установами та підприємствами. Фінансова криза значною мірою змусила переглянути попередні підходи до розвитку економіки. Для країн з перехідною економікою розвиток фінансового ринку визначається саме тим, в якій мірі він виступає джерелом ресурсів для підприємств реального сектора. Тож аналіз впливу фінансового сектору, з точки зору виконання ним перерозподільної функції, на думку автора, потребує подальших аналітичних досліджень.

**Постановка завдання.** Метою статті є аналітична характеристика сучасного співвідношення фінансового та реального капіталу в економіці України, обґрунтування основних каналів та наслідків впливу фінансового сектору на діяльність вітчизняних підприємств, а також розроблення пропозицій щодо удосконалення регулювання взаємовідносин банків та підприємств у сучасних умовах.

**Виклад основного матеріалу дослідження.** Розпочати необхідно з характеристики сучасного стану грошового обороту в Україні через аналіз стану об'єктів грошово-кредитного регулювання. У першу чергу, привертає увагу розширення грошової маси, що характеризується стійкою тенденцією до зростання грошово-кредитного мультиплікатора протягом 1996–2011 рр. (табл. 1). Цей процес має два наслідки: позитивний і негативний.

Перший полягає у підвищенні рівня монетизації економіки України та розширенні її «фінансової глибини». Так, за 1996–2011 рр. насиченість вітчизняної економіки грошима зросла майже у п'ять разів, що дозволило сформулювати основи для подолання проблеми «штучного дефіциту грошей», успадкованої всіма країнами пострадянського простору. Для порівняння, у країнах «Великої сімки» цей показник коливається у межах 55–100%, в Китаї – 150%, тоді як в Україні – не вище 56%, що є характерним для економіки країни, яка розвивається (40–60%) [9, с.19].

Разом із тим, введений у 80-х роках ХХ ст. Світовим банком показник «фінансової глибини», який відображає зв'язок між насиченістю економіки грошима, розвиненістю банківської системи та грошово-кредитної політики, з одного боку, та інтенсивністю економічного зростання – з іншого, також виявив тенденцію зростання. Розширення «фінансової глибини» економіки України з 1996 р. до 2011 р. у 8,5 разів відбулося на фоні шістнадцятиразового зростання ВВП (табл. 1). Зростання насиченості економіки фінансовими ресурсами сприяє більшій диверсифікації попиту на гроші, посиленню інвестиційної потужності грошових потоків для розвитку реального сектора, а також створенню фінансових засад для запобігання штучному дефіциту платіжних засобів та обмеження необхідності вливань емісійних коштів.

Негативним наслідком розширення грошової маси став випереджаючий характер інтенсивності її зростання порівняно із нижчими темпами приросту реального валового внутрішнього продукту. Таким негативним співвідношенням створювався інфляційний тиск на ціни.

## Динаміка показників співвідношення фінансового та реального секторів економіки України

Показник	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Індекс інфляції	139,7	110,1	120,0	119,2	125,8	106,1	99,4	108,2	112,3	110,3	111,6	116,6	122,3	112,3	109,1	104,6
Купівельна спроможність гривні	2,016	1,269	0,918	1,007	0,948	1,186	1,067	0,919	0,963	1,018	0,988	0,957	0,953	1,089	1,029	1,043
Емісія готівки у відсотках до попереднього року	148,0	153,0	117,0	133,0	135,0	151,0	137,0	108,0	127,0	143,0	126,0	149,0	136,8	101,8	117,3	105,3
Коефіцієнт випередження (відставання) грошової маси порівняно із ростом реального ВВП	0,0	0,922	1,242	1,098	1,183	0,997	1,201	1,347	1,064	1,185	1,104	1,197	1,038	0,901	1,006	0,904
Грошово-кредитний мультиплікатор	1,92	1,78	1,82	1,84	1,92	1,98	2,11	2,37	2,34	2,34	2,69	2,79	2,76	2,50	2,65	2,86
Рівень монетизації, %	11,49	13,43	15,31	16,92	18,96	22,41	28,73	35,55	36,45	43,96	47,98	54,97	54,40	53,35	55,23	52,07
Показник «фінансової глибини»	3,32	3,64	4,97	5,84	6,34	7,54	10,65	16,20	16,92	21,42	25,02	29,08	30,31	27,48	28,35	28,16
Коефіцієнт мобілізації коштів банківською системою, %	5,26	5,51	6,20	6,35	7,15	9,18	11,37	14,11	17,85	35,73	32,06	36,47	35,45	33,82	36,14	35,21
Коефіцієнт випередження/відставання темпу росту виданих банками кредитів резидентам (крім депозитних корпорацій) порівняно з темпом росту ВВП у фактичних цінах, %	0,001	1,168	1,107	1,045	1,274	1,207	1,340	1,363	1,012	1,266	1,387	1,314	1,307	1,023	0,855	0,900

Підтвердженням цього висновку є те, що купівельна спроможність гривні була найвищою саме тоді, коли темпи росту ВВП випереджали темпи росту грошової маси, а саме у післяреформеному 1997 р., у 2001 р. та у 2009 р. (табл. 1). Однак досягнуте у 2001 р. позитивне співвідношення між темпами приросту грошової маси та ВВП було порушене півтора разовим збільшенням емісії готівки. Після чого не вдавалося відновити рівновагу для забезпечення купівельної спроможності національної валюти. Навіть приріст реального ВВП на 4,9% у 2009 р. при зменшенні грошової маси на 5,5% у результаті обмеження банківського кредитування за наслідками фінансової кризи не можна оцінювати як позитивне зрушення.

Тож ураховуючи стабільний характер домінування темпів росту грошової маси над темпами росту ВВП, можна зробити висновок, що для купівельної спроможності гривні постійно існувала загроза зниження внаслідок розширення грошової маси. Гальмування даного процесу НБУ реалізовував, насамперед, через скорочення емісії готівки. Так, темпи її приросту з 2009 р. уповільнилися майже у 10 разів. Якщо у передкризові роки щорічний приріст емісії готівки був не нижче 25%, досягаючи іноді 50%, то у посткризові 2009–2011 рр. – не вище 5,5% [10].

Водночас, у 2010 р. спостерігався сплеск чистої емісії безготівкових грошей (тобто різниці між коштами випущеними в обіг та вилученими з обігу) в обсязі 35,5 млрд. грн., що у п'ять-шість разів більше за аналогічні показники у 2009 р. та 2011 рр. Необхідно відмітити нижчий рівень загрози інфляційного розвитку, яка об'єктивно супроводжує процес кредитної емісії. Це пояснюється тим, що випуск безготівкових грошей в обіг, як правило, має матеріальне забезпечення. Тому в даному напрямі ризик інфляції обумовлюється значною мірою структурою використання безготівкових коштів, в якій домінує споживання над інвестуванням [2, с.71–72].

Аналіз структури розміщення кредитної емісії грошей в економіці можна провести на основі вивчення структури кредитного портфеля банківської системи за цільовим призначенням коштів (рис. 1).

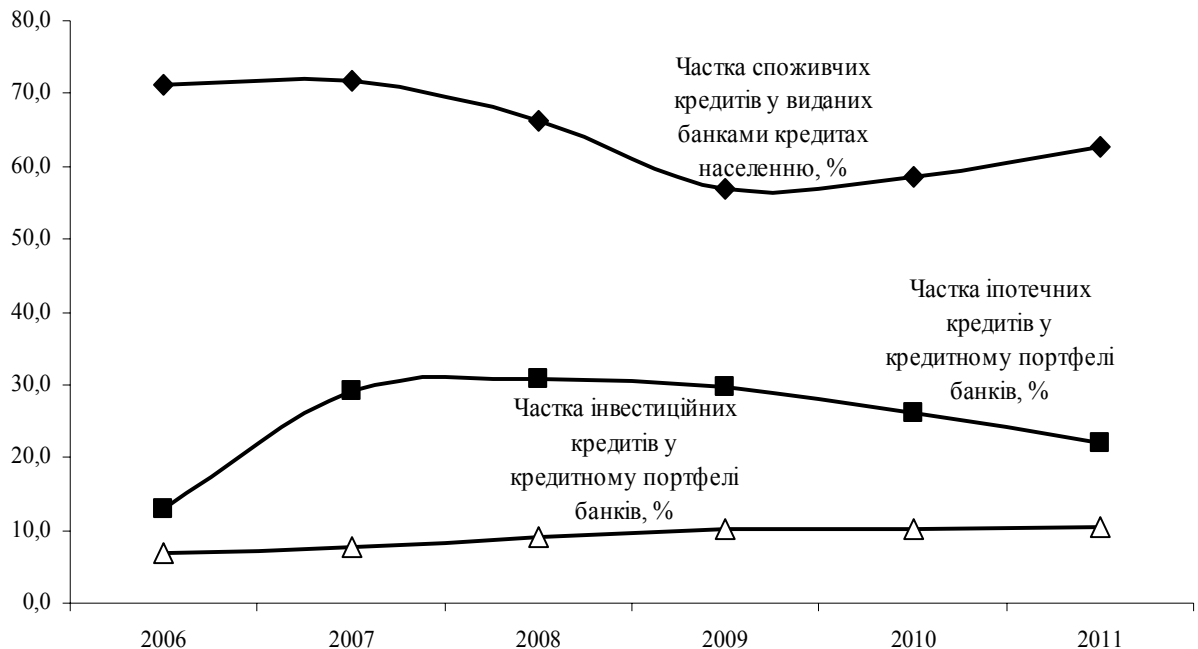


Рис. 1. Динаміка структури кредитного портфеля банків України (без урахування міжбанківських кредитів) за 2006–2011 рр. [9]

Так, найвищий рівень споживчого та іпотечного банківського кредитування і, водночас, найнижча частка інвестиційних кредитів спостерігається у передкризові 2006–2007 роки. Використання кредитних ресурсів переважно не на відтворення

основного капіталу, а на розширення сфери споживання, об'єктивно зумовило попит на товари, який вітчизняне виробництво неспроможне було задовольнити за браком продуктивних сил і технологічних можливостей. У зв'язку з цим, поживалася торгівля імпортованими товарами, що в умовах ревальвації гривні по відношенню до долара було економічно вигідним. Орієнтація на готову продукцію із-за кордону сприяла подальшому руйнуванню реального сектора вітчизняної економіки та вивозу капіталу з країни.

Причинно-наслідковий зв'язок структури банківського кредитування та кризових явищ в економіці досить точно виразив Джон Стюарт Мілль, який у 1867 р. вивчав кредитні цикли. Причину кризи вчений вбачав «не стільки у властивостях економічних інститутів або у зловживанні ними, скільки у помилках психологічного порядку, властивих мисленню господарюючих осіб. Сприятливі умови породжують оптимізм, оптимізм породжує нерозсудливість, а нерозсудливість породжує стагнацію [4, с.15].

Розглядаючи структуру банківського кредитування в динаміці, необхідно відмітити, що кожній фінансовій кризі передувало «кредитний бум». Так, у 1997 р. темп росту виданих банками кредитів перевищив темп росту ВВП на 16,8% при тому, що у 1996 р. відмічалася його істотне відставання. Напередодні кризових 2004 р. та 2008 р. темпи росту банківського кредитування були рекордно високими за останні 16 років і перевищували темпи росту ВВП на 36,3% та 38,7%, відповідно (табл. 1). З огляду на зростання монетизації економіки, це свідчить про зниження загального рівня капіталовіддачі фінансових ресурсів, в тому числі, і кредитних коштів. І тут доречно нагадати суть гіпотези фінансової нестабільності посткейнсіанця Х. Мінскі, який на основі аналізу специфіки стабільного економічного розвитку прийшов до висновку про те, що особливістю ринкової економіки є спроможність трансформувати благополучний розвиток у спекулятивний інвестиційний бум [3, с.100].

«Кредитні буми» – це тільки один із проявів відриву фінансового сектору від реального. Необхідно вказати, що в Україні і обсяги операцій з цінними паперами на вітчизняному фондовому ринку перевищують ВВП. Розмір такого перевищення за 2011 р. склав 63%. Водночас, обсяги валютних операцій на міжбанківському ринку у три рази є більшими за ВВП (рис. 2).

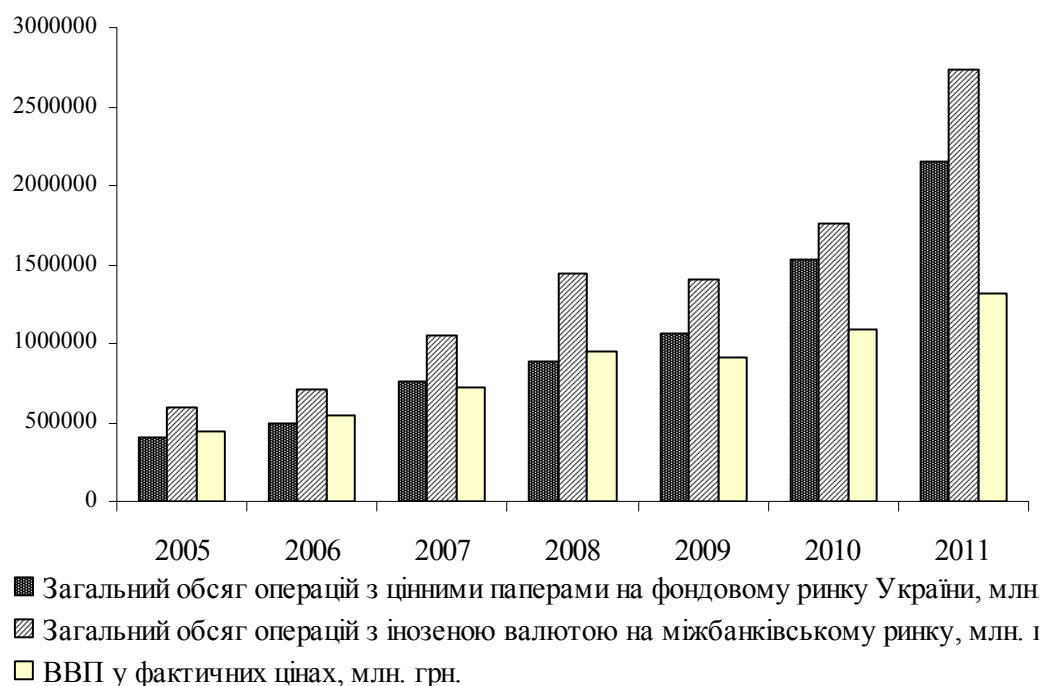


Рис. 2. Співвідношення ВВП з обсягами торгівлі цінними паперами та міжбанківських операцій з іноземною валютою на фінансовому ринку України [9]

Отже, Україна не є винятком і включена у світовий процес розбалансування матеріально-речової та вартісної структури виробництва, що проявляється у надмірному зростанні віртуального капіталу шляхом перетікання фінансових ресурсів із виробництва у спекулятивну сферу в пошуках легких та надвисоких прибутків. Якщо у світовому масштабі на початку світової фінансової кризи дивергенція характеризувалася десятиразовим перевищенням віртуального капіталу над реальною вартістю основного капіталу економіки п'ятого технологічного укладу, то в Україні це співвідношення склало 2,5:1 і протягом трьох наступних років зросло майже вдвічі. У 2011 р. в Україні спостерігалось вже чотириразове домінування обсягів операцій з фінансовими інструментами над виробництвом реального продукту [7, с.8; 10]. Наростання дивергенції не виступає безпосередньою причиною фінансової кризи, однак підвищує ймовірність її розвитку в силу притаманного фінансовому ринку високого рівня волатильності його кон'юнктури.

Таким чином, нарощування фінансовим сектором економіки ресурсного потенціалу з активним розширенням спекулятивних операцій своїми наслідками має ціновий диспаритет на товарному і фінансовому ринках, що порушує розподіл фінансових ресурсів в реальному секторі економіки, унаслідок чого посилюється деіндустріалізація промисловості та скорочуються обсяги виробництва. Це пояснюється тим, що висока вартість залучення коштів, обумовлена підвищенням премії за ризик в умовах економічної нестабільності, для одних підприємств обертається дефіцитом фінансування, для інших – неплатоспроможністю.

Так, в реальному секторі швидкість обігу грошей уповільнюється, попит на них зростає, що підтримує високі процентні ставки. Водночас премія за ризик при здійсненні спекулятивних операцій з фінансовими ресурсами збільшується, що виражається у зростанні цін на віртуальні гроші, а рух спекулятивного капіталу прискорюється до межі, за якою він втрачає зв'язок з основним капіталом. Економічна логіка описаних закономірностей дозволяє розпізнати не що інше, як інфляційний процес віртуальних грошей, розвиток якого об'єктивно призводить до знецінення спекулятивного капіталу. Саме це, на думку автора, дає поштовх черговому витку фінансової кризи.

Оскільки у процес створення віртуального капіталу включені переважно банки, то перші негативні наслідки кризи проявляються саме в їхній діяльності. Як правило, банківська криза розпочинається традиційно з дефіциту ліквідності банків, втілюється у панічних настроях вкладників та завершується банкрутством ряду фінансових установ. У таких умовах погіршується поточна платоспроможність підприємств, а також посилюється невизначеність їх фінансових перспектив, особливо щодо можливості одержання довгострокових позикових коштів, необхідних для здійснення інвестиційних проектів, в тому числі, і в напрямі якісних технологічних перетворень.

Наступним проявом негативного впливу викривлення структури фінансового капіталу у бік надмірного розширення його спекулятивного сегменту є відволікання інвестицій із реального сектору економіки. Це відбувається через три канали. Перший – це добровільне спрямування підприємствами заробленого прибутку у спекулятивну сферу замість здійснення його реінвестицій у виробництво. З огляду на вищу інвестиційну привабливість фінансових інструментів, більшість, насамперед, великих підприємств долучаються до категорії гравців на фондовому та валютному ринках [5, с.10].

Другий шлях прокладений через об'єктивну необхідність співпраці підприємств в процесі господарської діяльності з фінансовими посередниками, які при перерозподілі акумульованих фінансових ресурсів віддають перевагу їх розміщенню у фінансові активи з високим рівнем доходу. Поряд зі стабільним зростанням рівня мобілізації коштів банківською системою, що сьогодні становить майже третину ВВП,

банки все більше і більше включаються у процес «гри» коштами своїх вкладників.

Третій напрям сформувався в результаті невірною розуміння окремими банками своєї соціально-економічної ролі. Так, через кредитний канал відбувається відтягування коштів з реального сектору економіки у фінансовий через високу процентну ставку, яка у 5–6 разів перевищує економічну рентабельність підприємств. Унаслідок цього підприємство-позичальник або має знайти кошти на погашення кредиту з інших джерел при недостатності доходів від основного виду діяльності, або позбутися щонайменше заставного майна, а щонайбільше – бізнесу. Тому іноді на практиці банківські схеми кредитування дуже нагадують схеми фінансового розорення підприємств. Визначаючи високу процентну ставку, банк покладає на платоспроможного на даний час позичальника не тільки ризик неповернення саме цього кредиту, але й інших.

**Висновки і перспективи подальших розробок.** Таким чином, якщо раніше фінансовий сектор був націлений на відкриття можливості здійснення виробничих інвестицій та сприяння росту економічної ефективності, то з початком його перетворення на самостійну сферу відтворення, розпочався зворотний процес переливу інвестиційного капіталу з виробничої у спекулятивну сферу під прикриттям, на перший погляд, вищої ефективності використання. Логіка заміщення ефективності досить проста: ті ж кошти, які в реальному секторі економіки приносять дохід нижче середньоринкового, можуть легко знайти застосування у спекулятивній сфері, з набагато вищою прибутковістю. При цьому упускається «дрібниця» – супроводження спекулятивних операцій високим ризиком та відсутність реально створеної вартості, тобто відсутність гарантій не знецінення одержаних високих прибутків.

Для того, щоб не спрацювала ланцюгова реакція негативних наслідків відриву фінансового сектору від реальної економіки, спекулятивний капітал, примножений виключно у фінансовій сфері, має час від часу повертатися у сферу виробництва для створення реальної вартості. У такому випадку спрацює логіка циклічного оновлення, оскільки позиковий капітал виник на підґрунті накопичення певної «критичної» величини вартості, створеної у матеріальному виробництві та не задіяної у ньому.

Отже, грошово-кредитна політика у тісному взаємозв'язку з економічною політикою має містити заходи щодо інтеграції фінансового та реального секторів економіки. На думку автора, серед таких заходів мають бути:

- створення сприятливого правового поля зміцнення вітчизняного класу інвесторів реального сектору економіки України;
- запровадження особливого (лояльного, першочергового) режиму рефінансування для банків, які у суттєвих обсягах здійснюють інвестиційне кредитування;
- звільнення від оподаткування процентних доходів банків, одержаних за виданими інвестиційними кредитами;
- введення економічних лімітів на торговельні операції на міжбанківському валютному та фондовому ринках;
- застосування фіскальних важелів для обмеження зростання віртуального фінансового капіталу;
- розвиток такого інноваційного напрямку банківської діяльності, як проектне фінансування;
- трансформація місії банків у напрямі зміцнення партнерства з реальним бізнесом;
- забезпечення стабільності процентних ставок за кредитами на поточні та інвестиційні потреби підприємств спільними зусиллями Національного банку України та комерційних банків;
- створення сприятливих економічних умов для розширення довгострокового банківського капіталу;

– утримання влади від підвищення податкового тиску в реальному секторі економіки.

Ефективною інституційною ланкою реалізації таких заходів має стати банківська система. По-перше, тому, що роль банків у перерозподілі фінансових ресурсів посилюється, що підтверджується зростанням рівня мобілізації останніх. По-друге, без ефективної взаємодії банківського та промислового капіталу неможливе відродження виробництва у новій якості на високому технологічному рівні. По-третє, саме банківська система є ключовим провідником причинно-наслідкових зв'язків між грошово-кредитною політикою та фінансовим станом реального сектору економіки. У зв'язку з цим, перспективи подальших розробок у цьому напрямі полягають у вивченні опосередкованого впливу грошово-кредитної політики на фінансовий стан вітчизняних підприємств через взаємодію банківської системи та реального сектору економіки.

### Список використаної літератури

1. Барсегов Г. Г. Тенденции взаимодействия финансового и реального секторов экономики [Электронный ресурс]: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук: спец. 08.00.01 «Экономическая теория» / Г. Г. Барсегов. – Саратов, 2010. – Режим доступа: <http://www.dissercat.com/content/tendentsii-vzaimodeistviya-finansovogo-i-realnogo-sektorov-ekonomiki#ixzz2N96ehNDW>.
2. Гудзь Т. П. Причины та фактори сучасного етапу інфляції в Україні / Т. П. Гудзь // Економіка: проблеми теорії та практики: [зб. наук. праць]. – 2010. – Вип. 262: В 12 т. – Т. I. – С. 69–81.
3. Згуровський М. Болісне одужання через кризу / М. Згуровський // Дзеркало тижня. – 2008. – № 47. – С. 8.
4. Історія економічних учень: хрестоматія: [навч. посіб.] / [уклад. В. Д. Базилевич, Н. І. Гражевська, А. О. Маслов та ін.; за ред. В. Д. Базилевича]. – К.: Знання, 2011. – 1198 с.
5. Левина И. К вопросу о соотношении реального и финансового секторов / И. Левина // Вопросы экономики. – 2006. – № 9. – С. 3–22.
6. Науменкова С. Основні тенденції розміщення грошової маси та їх вплив на формування грошово-кредитної політики / С. Науменкова // Вісник НБУ. – 2006. – № 1. – С. 19–26.
7. Несветаилова А. Экономическое наследие Хаймана Мински (глобальная финансовая хрупкость и кризис: уроки для России) / А. Несветаилова // Вопросы экономики. – 2005. – № 3. – С. 99–117.
8. Савченко Т. Г. Структура механізму впливу банківської системи на рівноважні стани в економіці / Т. Г. Савченко // Економіка і регіон. – 2011. – № 4 (31). – С. 53–59.
9. Статистика фінансового та реального сектору за офіційними даними Національного банку України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.
10. Суворов П. В. Взаимодействие реального и фиктивного капиталов в условиях глобализации: автореф. дис. на соискание науч. степени канд. экон. наук 08.00.01 «Экономическая теория» / П. В. Суворов. – Москва: МГУ им. М.В. Ломоносова, 2007. – 25 с.
11. Хансен Э. Классики кейнсианства: экономические циклы и национальный доход / Э. Хансен. – М.: Экономика, 1997. – Т. 2. – 431 с.

Прийнято до друку 11.03.2013