

Вовк Є.О.,
аспірант кафедри фінансів,
Київський національний економічний університет
імені Вадима Гетьмана

Vovk Evgenii,
Postgraduate Department of Finance,
Kyiv National Economic University
named after Vadym Hetman

ДЕРЖАВНА ФІНАНСОВА ПОЛІТИКА ТА ЇЇ ВПЛИВ НА ПОВЕДІНКУ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИТОРІВ В УКРАЇНІ

Вовк Є.О. Державна фінансова політика та її вплив на поведінку іноземних інвесторів в Україні. У статті аналізуються прагматичні питання функціонування іноземного капіталу в економіці України. Детерміновано вплив державної фінансової політики на поведінку іноземних інвесторів у національній економіці, зокрема на фондовому ринку. Визначено деструктивний характер взаємозв'язку між окремими складниками державної фінансової політики та інвестиційним кліматом в Україні. Акцентовано на наявності численних деформацій макросередовища, які стримують експансію іноземного капіталу в нашій державі. Розкрито непослідовність та фрагментарність державного регулювання фондового ринку та його вплив на обсяги прямих і портфельних інвестицій в Україну. Визначено ризики та загрози нарощування питомої ваги іноземних інвесторів у вітчизняному фінансовому секторі. Обґрунтовано окремі напрями вдосконалення державної фінансової політики та їх ймовірний позитивний вплив на функціонування іноземного капіталу в нашій державі.

Ключові слова: акції, ринок акцій, іноземний капітал, іноземні інвестори, державна фінансова політика.

Вовк Е.А. Государственная финансовая политика и ее влияние на поведение иностранных инвесторов в Украине. В статье анализируется прагматика функционирования иностранного капитала в экономике Украины. Детерминировано влияние государственной финансовой политики на поведение иностранных инвесторов в национальной экономике, в частности на фондовом рынке. Определен деструктивный характер взаимосвязи между отдельными составляющими государственной финансовой политики и инвестиционным климатом в Украине. Акцентировано на существовании многочисленных деформаций макросреды, которые сдерживают экспансию иностранного капитала в отечественной экономике. Раскрыты непослдовательность и фрагментарность государственного регулирования фондового рынка и его влияние на объемы прямых и портфельных инвестиций в Украину. Определены риски и угрозы наращивания удельного веса иностранных инвесторов в отечественном финансовом секторе. Обоснованы отдельные направления совершенствования государственной финансовой политики и их вероятное положительное влияние на функционирование иностранного капитала в нашем государстве.

Ключевые слова: акции, рынок акций, иностранный капитал, иностранные инвесторы, государственная финансовая политика.

Vovk Evgenii. State financial policy and its impact on the behavior of foreign investors in Ukraine. The article analyzes pragmatic issues of foreign capital functioning in Ukraine's economy. Quantitative and qualitative parameters of cross-border capital movements in our country are researched on the basis of quantitative indicators. The influence of state financial policy on the behavior of foreign investors in national economy, in particular in the stock market, is determined. The destructive nature of interconnection between individual components of state financial policy (budget, fiscal, investment and other components) of the state and investment climate in Ukraine is determined. The emphasis is made on the existence of numerous deformations of macro environment that impede the expansion of foreign capital in our country. First of all, due to «ousting» of state securities by corporate financial instruments from the stock market. The inconsistency and fragmentation of the stock market state regulation and their influence on the volume of direct and portfolio investments in Ukraine are revealed. Possible scenarios of stock market situation development in response to changing model of financial market regulation in Ukraine are identified. On the pattern of Ukrainian banking sector risks and threats of increasing the share of foreign investors in domestic financial sector are identified. The reasons of minimal presence of foreign investors in non-banking financial institutions sector are identified. Particular directions of improvement of state financial policy and their probable positive influence on the functioning of foreign capital in our country are justified. In particular, necessity of radical changes in following areas is justified: firstly, corporate governance and protection of minority shareholders'

property and non-property rights; secondly, transparency of stock market participants (including state as a regulator); thirdly, exchange and other infrastructure; fourthly, the cleansing of stock market from "captive" participants. Implementation of package of these measures will help to improve the investment climate in Ukraine and attract foreign capital to the domestic stock market.

Key words: shares, stock market, foreign capital, foreign investors, public financial policy.

Постановка проблеми. Новий політичний ландшафт, що сформувався в Україні на початок осені 2019 року, вкотре окреслив надії на швидкі та ефективні перетворення в економічній площині. У цьому контексті особливої гостроти набуває питання про іноземний капітал та його роль у національній економіці. З одного боку, очевидно, що Україна на сучасному етапі не може обійтися без зовнішніх фінансових ресурсів; з іншого – виникають численні проблеми, що пов'язані з безпекою вітчизняної економіки, походженням іноземного капіталу тощо. Яскравим прикладом таких суперечностей є ситуація в банківському секторі, де фактично як власники сформувалося дві групи потужних гравців – держава та іноземні інвестори. Питання про наслідки такої ситуації для вітчизняного банківництва досі залишається відкритим. Водночас зрозуміло, що іноземний капітал може і має бути каталізатором успішних економічних реформ в Україні, і з цього приводу доцільно акцентувати на завданнях, що виникають перед державою та її фінансовою політикою.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Проблематика державної фінансової політики, в тому числі в інвестиційній сфері, досліджувалася в роботах І. Адаменко, Т. Єфименко, В. Кудряшова, І. Лютого, С. Онишко, В. Опаріна, Т. Смовженко, В. Федосова та інших авторів. Питання функціонування іноземного капіталу в українській економіці розглядалися Л. Антонюк, А. Даниленком, Д. Лук'яненко, Д. Покришкою, А. Поручником, С. Юдіною. Проте ситуація, в якій опинилася українська економіка у 2004–2019 рр., вкотре засвідчила необхідність перегляду як теоретичних, так і прагматичних положень щодо активізації функціонування іноземного капіталу в Україні. Також варто звернути особливу увагу і на питання, що пов'язані з роллю держави у формуванні інвестиційного клімату в Україні та посиленні трансграничного руху капіталу.

Формулювання цілей статті. Мета статті – обґрунтувати заходи, спрямовані на посилення ролі державної фінансової політики в залученні іноземного капіталу в пріоритетні галузі національної економіки.

Вклад основного матеріалу. Поточна економічна ситуація в Україні вирізняється надзвичайно високим рівнем довіри з боку населення до влади та сподіваннями на швидке і суттєве покращення стандартів життя для громадян. Особливість цієї ситуації полягає в тому, що такий баланс довіри склався чи не вперше за всі роки незалежності, що створює додаткові можливості для успіху економічних трансформацій. Зауважимо, що нинішню ситуацію оцінюють не тільки пересічні громадяни України, але й численні закордонні інвестори, які шукають привабливі сфери для вкладання наявних ресурсів. Зважаючи на «підлеглу» роль нашої держави на економічній мапі світу, вкотре виникло питання про залучення іноземного капіталу в нашу державу та вплив цих процесів на економічну динаміку.

Зауважимо, що зазначене питання не настільки просте та однозначне, як видається на перший погляд. У багатьох наукових роботах акцентується на позитивному впливові іноземних інвестицій (насамперед тут йдеться про прямі іноземні інвестиції (*далі – ПІІ*)) на економіку приймаючих країн [1–3]. Водночас інші автори вказують на потенційні загрози та можливий деструктивний вплив ПІІ на галузі та економіку держав загалом [4–5]. Не можна оминати увагою ще одну важливу тенденцію – саме в останнє десятиліття активізувалися дискусії, в яких критично оцінюється діяльність транснаціональних корпорацій у глобальній економіці і, як наслідок, функціонування іноземного капіталу розглядається в негативному контексті для країн-реципієнтів. У кінцевому варіанті це приводить до виникнення різноманітних антиглобалістських течій та політичних рухів, ідеологи яких вважають, що саме ПІІ руйнують світову економіку, а їхня діяльність є каталізатором для поширення бідності, економічної нерівності, конфліктності тощо. Для України питання про обмеження для іноземного капіталу набуває особливого забарвлення, зважаючи на «гібридний» конфлікт на Сході держави, який змушує вкрай обережно ставитися до вибору країни походження капіталу.

Водночас нині немає жодних підстав для раптового виникнення «інвестиційного буму» в Україні, а кількісні параметри іноземного капіталу в економіці України свідчать про існування суттєвих проблем у цій сфері:

1. Станом на початок 2019 року ПІІ в Україну становили 32,3 млрд. дол. США, тоді як ПІІ з України – 6,3 млрд. дол. США [6]. Загалом на фоні багатьох інших країн такі цифри виглядають не зовсім переконаливо. Для прикладу, за показником ПІІ на душу населення у 2018 році Україна знаходиться на 59 місці у світі, в колі таких держав, як Пакистан, Камбоджа, Коста-Ріка [7], а багато країн постсоціалістичного табору мають показник, що в кілька разів перевищує вітчизняний. Загалом можна дійти висновку, що інвестиційний клімат в Україні не дає можливості конкурувати в інвестиційній сфері не тільки з країнами з розвиненими економіками, але й із країнами з економікою «перехідного» типу.

2. Наступна важлива проблема – пріоритетні напрями вкладень в Україну з погляду іноземних інвесторів, у яких переважають традиційні для нашої держави галузі, що консервує її технологічне відставання та знижує міжнародну конкурентоспроможність (рис. 1):

Як видно з рис. 1, іноземний капітал спрямовується насамперед у промисловість, оптову та роздрібну торгівлю, операції з нерухомим майном, банківський та страховий бізнес. На останній аспект слід звернути особливу увагу. Насамперед він характеризує роль іноземних інвесторів у банківському секторі, адже сучасні тенденції у страховому сегменті скоріше зму-

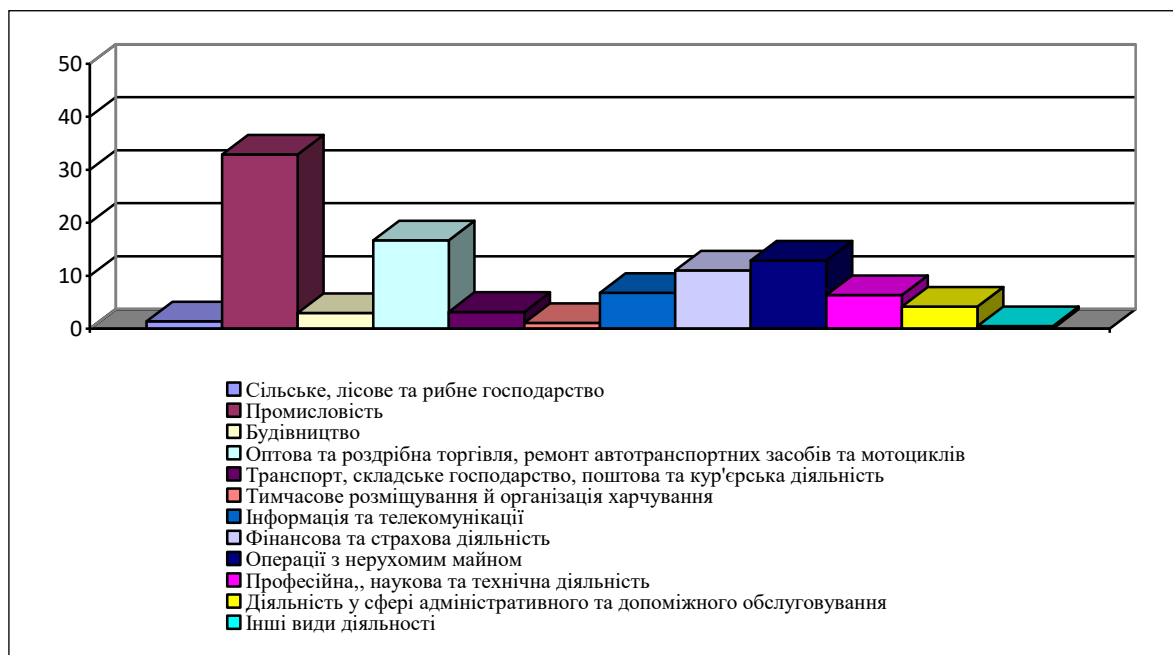


Рис. 1. Галузева структура ПІІ (акціонерного капіталу) в Україні станом на 1.01.2019, %

Джерело: складено автором за даними Держслужби статистики України [6]

шують іноземних страховиків залишати вітчизняний ринок. Станом на початок 2019 року питома вага банків з іноземним капіталом за показником чистих активів становила 30,4% [8], поступаючи лише державним банкам. Водночас вітчизняна регуляторна модель фактично ігнорує питання експансії іноземного капіталу в секторі небанківських фінансових інституцій. На наш погляд, така політика є не далекоглядною та створює додаткові безпечові ризики в умовах актуальних зовнішніх та внутрішніх викликів для України. Слабка увага держави до цієї проблематики створює можливості для поступової втрати контролю з боку резидентів України за інституційною фінансовою інфраструктурою, а з нею – і за стратегічними галузями вітчизняної економіки.

3. Ще більш загрозливою є структура ПІІ, що надходять в Україну. Так, у низці країн-донорів із найбільшими вкладеннями капіталу в Україну поряд із Німеччиною, Нідерландами, Австрією, Швейцарією знаходимо Віргінські острови, Кіпр, Беліз [6]. Вкотре постає питання про офшоризацію вітчизняної економіки, яка є прямим наслідком домінування «тіньової» економіки (за різними оцінками «тіньовий» сектор становить до 50% від ВВП) в умовах неконкурентного лідерства фінансово-промислових груп. Надто багато свідчень на користь того, що значні обсяги іноземних інвестицій є такими лише де-юре, а де-факто йдеться про реінвестування капіталу, що раніше був виведений з України.

Загалом ситуація у сфері ПІІ в Україні іманентна оцінкам, які визначені різноманітними рейтингами нашої держави, в т.ч. – у сфері інвестиційного клімату. Для прикладу наведемо один із найбільш узагальнюючих рейтингів розвитку – глобальний індекс конкурентоспроможності (Global Competitiveness Index). За оцінками на протязі тривалого періоду ренкінг України знаходиться в межах 70–80 місць; серед іншого така

позиція відображає і низькі інвестиційні характеристики нашої держави як реципієнта капіталу (рис. 2).

Виправлення наявної ситуації вимагає від держави комплексного підходу, в якому визначальне місце має зайняти державна фінансова політика в розрізі окремих її складників (бюджетної, податкової, грошово-кредитної, боргової, митної та інвестиційної політики). Очевидно, що в межах однієї статті надзвичайно складко окреслити вплив усіх компонентів державної фінансової політики на інвестиційний клімат та поведінку іноземних інвесторів. Проте акцентуємо на найбільш значущих та важливих каналах взаємозв'язку між зазначеними процесами.

Бюджетна та боргова політика. Поточний стан державних фінансів говорить про необхідність аналізу бюджетної політики в Україні на сучасному етапі в поєднанні з вивченням боргової політики. Така ситуація викликана насамперед надзвичайною гостротою проблеми боргового навантаження на державний бюджет України. Фактично у середньостроковій перспективі наша держава зіткнеться з необхідністю масштабних виплат за боргами, які визначатимуть бюджетну політику у 2019–2021 рр. Так, у 2020 році виплати за державним боргом становитимуть близько 440 млрд. грн., а за окремими оцінками на погашення та обслуговування боргів на протязі трьох найближчих років Україна буде змушена витратити до 8% ВВП. Все це відсувається на тлі не зовсім переконливих цифр щодо виконання бюджету за доходами та бюджетного дефіциту, який вимагає відповідного покриття (рис. 3):

Необхідність залучення додаткових ресурсів змушує державу активізувати випуск ОВДП на внутрішньому ринку. Як наслідок, ми маємо справу з «ефектом витіснення», коли державні облігації на первинному та вторинному ринках фактично нівелюють попит на фінансові інструменти, що випущені приватними емітентами. Так, частка державних облігацій у структурі

торгів фінансовими інструментами в Україні коливається в межах 50–70%. Все зазначене приводить до стагнації сегменту корпоративних цінних паперів, знижує ліквідність таких фінансових інструментів, стримує попит на використання цінних паперів для залучення ресурсів підприємствами реального сектору економіки. Акцент на державних облігаціях також деформує і вартісні показники капіталу, що залучається приватними емітентами на ринку, адже поточні

рейтинги України роблять запозичення держави надзвичайно дорогими, що здорожчує вартість капіталу для інших учасників (табл. 1).

Податкова політика та митна політика. Не менше проблем сконцентровано і на рівні податкової та митної політики. Проблеми вітчизняної податкової системи загальновідомі – насамперед тут йдеться не про податкове навантаження, а про модель адміністрування податків, яка реалізована в Україні нині.

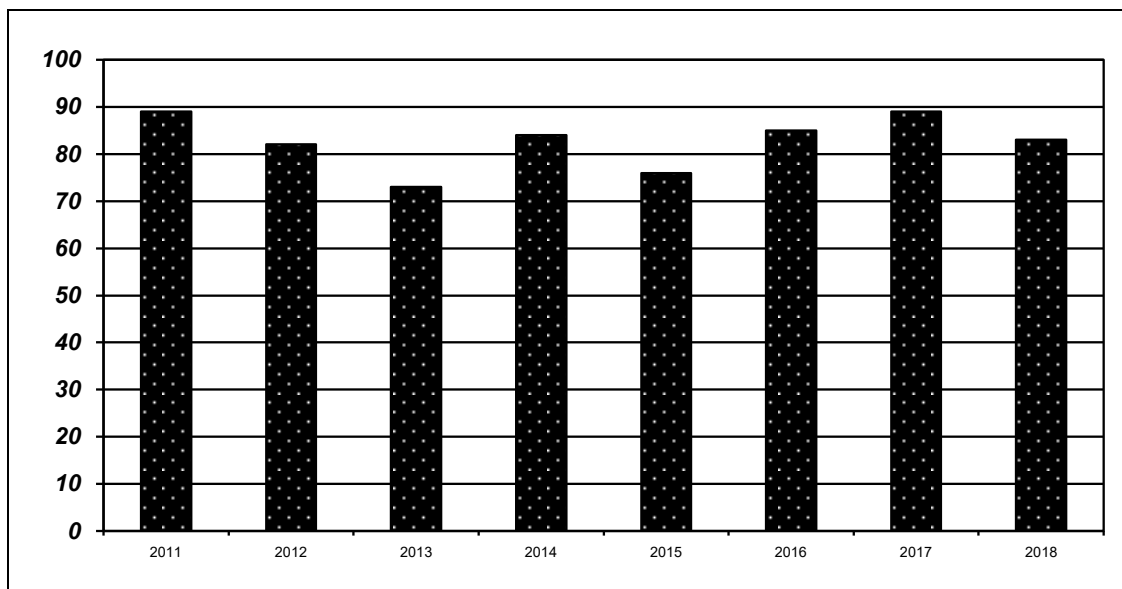


Рис. 2. Позиція України у Глобальному індексі конкурентоспроможності у 2011–2018 рр.

Джерело: складено автором за [9]

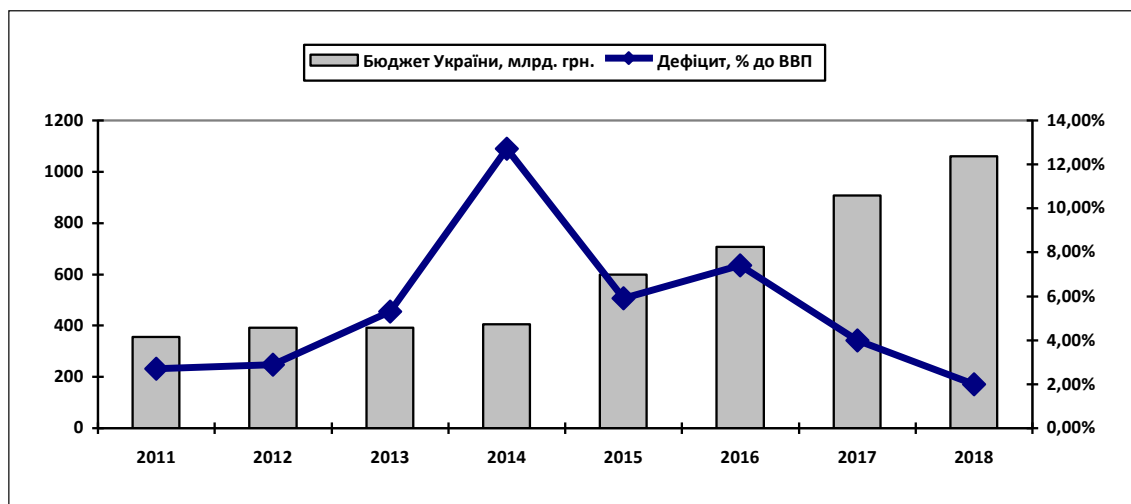


Рис. 3. Окремі показники виконання державного бюджету України у 2008–2018 рр., млрд. грн., %

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України [10]

Таблиця 1

Суверенні рейтинги України станом на кінець 3 кварталу 2019 року

№ з.п.	Рейтингове агентство	Поточний рейтинг	Дата присвоєння
1	Fitch Ratings	B/B	6.09.2019
2	Standard & Poor's	B-/B	12.04.2019
3	Moody's Investors Service	Сaa1/Ca	21.12.2018

Джерело: складено автором за даними Міністерства фінансів України [10].

На протязі багатьох років фіскальні органи в Україні користуються надзвичайно низьким рівнем довіри з боку громадян та бізнесу, а їхня діяльність є об'єктом гострої критики. Ми усвідомлюємо той факт, що в будь-якій державі економічні агенти без особливого ентузіазму сприймають необхідність сплати податків. Проте в Україні через суб'єктивізм податкових органів сформовано дві групи платників податків: перша функціонує за загальними правилами, друга – має численні формалізовані та неформалізовані преференції. Як наслідок, сформовано потужний «тіньовий сектор», у дієздатності якого зацікавлені як державні органи (в тому числі фіскальні), так і інші економічні агенти. В цьому разі виникає своєрідний ірраціональний парадокс, коли приватні інтереси домінують над державними навіть для тих суб'єктів, які апіорі повинні відстоювати державні інтереси.

Вплив грошово-кредитної політики на іноземні інвестиції має бути об'єктом окремого дослідження. У межах цієї роботи зазначимо, що нині зазначений зв'язок є неоднозначним, і держава має докласти всіх зусиль для виправлення ситуації.

Інвестиційну політику в контексті впливу на іноземний капітал в Україні можна розглядати в кількох ракурсах. По-перше, очевидною є другорядна роль держави в інвестиційних процесах в Україні. Ба більше, ефективність використання ресурсів у разі викорис-

тання бюджетних інвестицій також є низькою. Все зазначене негативно впливає на інвестиційний клімат у державі та стримує іноземних інвесторів. По-друге, загальновідомими є суперечки довкола державних банків, що також не додає оптимізму. Відкритим залишається і питання щодо інституційної інфраструктури, яка має сприяти іноземним інвестиціям в Україну.

Висновки. Нині державна фінансова політика в Україні за рахунок численних деформацій деструктивним чином впливає на іноземних інвесторів. З метою подолання наявних проблем доцільно реалізувати такі заходи:

1. У середньостроковій перспективі знизити рівень боргового навантаження на державний бюджет та стимулювати поширення на ринку боргових цінних паперів приватних емітентів.

2. Розробити заходи, спрямовані на розвиток сегменту корпоративних цінних паперів, у т.ч. – за рахунок інструментів державного регулювання. Стимулювати суб'єктів корпоративного сектору економіки України використовувати інструменти фондового ринку для залучення капіталу.

3. Підвищити дієвість податкової системи України за рахунок спрощення адміністрування податків.

4. Сформувати на державному рівні інвестиційну інфраструктуру, в тому числі – її інституційний компонент.

Список використаних джерел:

1. Grossman G., Helpman E. (1991): *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge MA.
2. Moosa I. (2002) *Foreign Direct Investment Theory, Evidence and Practice*. N.Y.: Palgrave.
3. Robert J. Barro, Xavier Sala-i-Martin (1995) *Technological Diffusion, Convergence, and Growth*. NBER Working Paper No. 5151.
4. Holger G., Greenaway, David (2001) : *Foreign direct investment and intra-industry spillovers: a review of the literature*, Research Paper, No. 2001, no.37.
5. Borensztein E., De Gregorio Jose, Jong-Wha Lee (1998) *How does foreign direct investment affect economic growth?* *Journal of International Economics*. No. 45 . Pp. 115–135.
6. Статистична інформація. Державна служба статистики України. Офіційний сайт. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (дата звернення: 1.10.2019).
7. World Bank Open Data (2019). World Bank. Official site. URL: <https://data.worldbank.org> (accessed: 1.10.2019).
8. Огляд банківського сектору. Національний банк України. Офіційний сайт. URL: <http://www.bank.gov.ua> (дата звернення: 1.10.2019).
9. Global Competitiveness Index (2019). World Economic Forum. Official site. URL: <https://www.weforum.org/about/world-economic-forum>. (accessed: 1.10.2019).
10. Бюджет. Державний борг. Міністерство фінансів України. Офіційний сайт. URL: <https://mof.gov.ua>. (дата звернення: 1.10.2019).

References:

1. Grossman G., Helpman E. (1991): *Innovation and Growth in the Global Economy*, MIT Press, Cambridge MA.
2. Moosa I. (2002) *Foreign Direct Investment Theory, Evidence and Practice*. N.Y.: Palgrave.
3. Robert J. Barro, Xavier Sala-i-Martin (1995) *Technological Diffusion, Convergence, and Growth*. NBER Working Paper No. 5151.
4. Holger G., Greenaway, David (2001) : *Foreign direct investment and intra-industry spillovers: a review of the literature*, Research Paper, No. 2001, no.37.
5. Borensztein E., De Gregorio Jose, Jong-Wha Lee (1998) *How does foreign direct investment affect economic growth?* *Journal of International Economics*. No. 45 . Pp. 115–135.
6. Derzhavna sluzhba statystyky Ukrainy (2019). *Statistachna informatsija* [Statistical information]. URL: <http://www.ukrstat.gov.ua> (data zvernennia 1 Zhovtnia 2019).
7. World Bank Open Data (2019). World Bank. Official site. URL: <https://data.worldbank.org> (accessed 1 October 2019).
8. Natsionalnij bank Ukraini (2019). *Ogliad bankivs'kogo sektory* [Overview of the banking sector]. URL: <http://www.bank.gov.ua> (data zvernennia 1 Zhovtnia 2019).
9. Global Competitiveness Index (2019). World Economic Forum. Official site. URL: <https://www.weforum.org/about/world-economic-forum>. (accessed: 1.10.2019).
10. Ministerstvo finansiv Ukraini (2019). *Biudjet. Derzhavnij borg* [Budget. Public Debt]. URL: <https://mof.gov.ua> (accessed: 1.10.2019).