

## ТЕОРЕТИЧНІ ЗАСАДИ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ АКТИВНОСТІ У ПЕРІОД СИСТЕМНОЇ ТРАНСФОРМАЦІЇ ЕКОНОМІКИ

*У статті розглядаються причини недостатньої інвестиційної активності та неповної трансформації національних заощаджень у капіталовкладення. Пропонуються напрямки розв'язання протиріч, що виникають у процесі формування і реалізації попиту на інвестиції.*

### **Постановка проблеми**

Характерною рисою сучасного етапу системної трансформації економіки України є стабілізація економічної динаміки і навіть деяке

пожвавлення в окремих секторах економіки. Запорукою збереження вказаної тенденції і створення умов для стабільного економічного зростання має стати динамічний характер інвестиційної діяльності. Актуальність дослідження механізму прийняття інвестиційних рішень суб'єктами підприємництва обумовлена тим, що інвестиційні видатки відіграють подвійну роль в економічній системі: вони є складовим елементом сукупного попиту і водночас потужним чинником зростання обсягу пропозиції. Віднаходження причин гальмування інвестиційної активності і розробка заходів її стимулювання дасть можливість стабілізувати рівноважний стан економічної системи і перейти від пожвавлення до піднесення.

### Стан вивчення проблеми

В роботах сучасних вчених-економістів інвестиційні видатки приватного і державного секторів економіки визначаються як головний рушій економічної динаміки. Разом з тим, фахівці переконані, що сучасна економічна система України не має діючих механізмів, які здатні автоматично стимулювати інвестиційні видатки. В публікаціях І. Лукінова піднімаються питання державної підтримки і стимулювання інвестиційних видатків, передусім у сучасні технології виробництва [7, 8], необхідності розробки і впровадження державної інвестиційної політики [10], встановлення державного контролю за цільовим використанням коштів [9]. За відновлення державного регулювання інвестиційних процесів, зниження податків, створення бюджетних і позабюджетних інвестиційних фондів виступають Б. Панасюк, Г. Дзись, А. Савченко [13, 2, 14]. Ефективність монетарного стимулювання інвестиційних видатків досліджується Б. Кваснюком і О. Махмудовим [5, 4, 12]. Однією з передумов активізації інвестиційних видатків дослідники називають зростання нагромаджень [11, 6].

### Мета дослідження

Незважаючи на те, що норма нагромадження в Україні (19–21 %) є цілком порівнюваною з аналогічними показниками у розвинутих країнах, обсяги капіталовкладень є недостатніми, оскільки перетворення нагромаджень у інвестиції відбувається не повністю. Висвітлення причин недостатніх обсягів інвестиційних видатків і неповної трансформації заощаджень у капіталовкладення, а також пошук напрямків розв'язання протиріч, що виникають в процесі формування і реалізації попиту на інвестиції є метою даної статті.

### Виклад основного матеріалу

В сучасній економічній теорії найголовнішим чинником інвестиційної діяльності виступає ставка позичкового проценту [1, 15].

Розрахунки на базі статистичних даних (таблиця 1) свідчать, що між обсягами капіталовкладень і величиною середньозваженої відсоткової ставки за кредитами дійсно існує досить тісний кореляційний зв'язок.

Таблиця 1. Динаміка показників інвестицій в економіці України за роками [17]  
(млн грн, у фактичних цінах)

| Показники                                | 1993 | 1994 | 1995 | 1996  | 1997  | 1998  | 1999  | 2000  | 2001  |
|--|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Обсяги інвестицій (капітальних вкладень) | 293  | 2299 | 9378 | 12557 | 12437 | 13958 | 17552 | 23629 | 26744 |
| Середньозважена ставка, %                | 221  | 202  | 107  | 77    | 49,1  | 54,5  | 53,4  | 40,3  | 31,9  |

Разом з тим, треба відмітити, що в умовах сучасної України обсяги банківських кредитів суб'єктам господарювання (особливо довгострокове кредитування) є недостатніми. Частка кредитів у ВВП країни зменшилася з 88 % у 1992 р. до 16,7 % у 1999 р. [3] і зросла у 2001 р. до 19 % [17]. При цьому кредити суб'єктам господарювання становлять лише половину банківських. Статистичні дані свідчать про те, що зростання кредитного потенціалу банківського сектора не призводить до відповідного зростання обсягів кредитування суб'єктів господарювання. Частка довгострокових кредитів не перевищує 8–10 % кредитного портфелю банків [3]. Це пояснюється високою оцінкою ризиків такого кредитування з боку банків (адже частка неповернених кредитів є достатньо високою), а заставне законодавство в його сучасному стані не взмозі надійно захитисти банки. За таких умов посилення на жорстку монетарну політику як причину низьких обсягів інвестицій не є достатніми.

Гальмування процесів кредитування реального сектора обумовлюється недостатньою пропозицією фінансових ресурсів, а також деякими інституційними причинами. Серед чинників, що обмежують пропозицію фінансових ресурсів, можна виділити: а) недостатність інвестиційно спрямованих заощаджень домогосподарств (передусім через слабку довіру населення до фінансових посередників); б) недостатні обсяги прибутку у суб'єктів підприємницької діяльності для здійснення заощаджень (навіть за умови високої ймовірності трансформації прибутку в інвестиції); в) вилучення державою частини фінансових ресурсів у вигляді державних запозичень на фінансовому ринку.

Механізм державного запозичення працює таким чином, що нефінансові корпорації і домогосподарства, навіть збільшивши заощадження, можуть впливати на обсяги запозичень і розмір відсоткової ставки лише опосередковано, через банківський сектор. Намагання уникнути фіскального навантаження (сплати державного мита) і бажання спростити процедуру випуску (уникнути реєстрації кожної емісії Державною комісією з цінних паперів та фондового ринку) при здійсненні

операцій з державними цінними паперами і депозитними сертифікатами Національного банку призвели до того, що вказані цінні папери можуть обертатися переважно тільки серед банків. Прямо потрапити на сегмент надприбуткового сектору державного запозичення, спричинити зниження відсоткової ставки і зробити кредитні ресурси доступнішими такі заощадження не можуть.

Додатковий аналіз характеру залежності між відсотковою ставкою і обсягами інвестицій здійснюється за допомогою коефіцієнту еластичності. На основі статистичних даних таблиці 1 з'ясовано, що при поточних значеннях вказаних змінних попит на інвестиції є нееластичним за відсотковою ставкою, оскільки зниження значення цієї ставки на 1% призводить до зростання обсягів капіталовкладень лише на 0,53%. Враховуючи те, що еластичність інвестицій за відсотковою ставкою є досить низькою, використання інструментів монетарної політики для її зниження в даному випадку суттєвого впливу на обсяги капіталовкладень не матиме.

Теоретично доведено, що при високих цінах попит є значно еластичнішим ніж при низьких. Поточна відсоткова ставка за банківськими кредитами є досить високою, вищою за середній рівень прибутковості реального сектора економіки (який за період з 1996 р. не перевищував 9,1%). Таким чином, інвестиції мають бути досить чутливими до змін відсоткової ставки як основного вимірника їх вартості. Але цього не відбувається, передусім через те, що попит на інвестиції не є монотонною і неперервною функцією від відсоткової ставки. На практиці крива інвестиційного попиту є спадною ступінчастою функцією, яка відображає обсяги інвестицій, що є прибутковими на кожному рівні відсоткової ставки [15]. Кожен щабель репрезентує певну суму інвестицій. Схематично такий графік наведено на рис. 1.

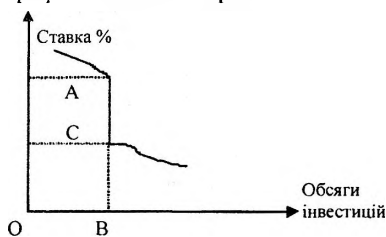


Рис. 1. Крива інвестиційного попиту

Інвестиції можуть бути фінансовими чи реальними. При поточних значеннях відсоткової ставки, найкраще поєднання прибутку і ризику дають вкладення у фінансовий сектор. Відрізок АВ репрезентує величину капіталу, який обертається на фінансовому ринку при поточному рівні процентної ставки (А).

Подальше розширення обсягів чисто фінансових капіталів призводить до зростання ризикованості вкладень. Тому відносно суттєве зниження відсоткової ставки не призводить до адекватного розширення обсягів інвестицій, і попит на інвестиції виявляється нееластичним. Для переходу капіталів у реальний сектор економіки необхідне більш значне зниження

відсоткової ставки (до рівня  $S$ ), оскільки в реальному секторі рівень прибутковості значно нижчий. Але різке зниження її до рівня середньої прибутковості реального сектора економіки адміністративними методами призведе до колапсу на грошовому ринку. Проблема має вирішуватися одночасно у трьох напрямках: 1) розширення джерел капіталовкладень у вигляді зростання національних заощаджень у формі, придатній для інвестування, що сприятиме зниженню поточної відсоткової ставки ринковими методами; 2) зростання прибутків функціонуючих виробничих підприємств і зниження їх ризикованості (що призведе до зсуву кривої інвестиційного попиту праворуч); 3) створення механізму ефективного перетворення заощаджень на інвестиції.

Дослідження сучасних українських економістів доводять певну залежність між фазами бізнес-циклу, наявністю вхідних і вихідних бар'єрів на галузевих ринках і ступенем еластичності попиту та пропозиції [16]. Це дає можливість зробити висновок про те, що перехід до пошквалювання вимагає збільшення еластичності сукупної пропозиції. Реакція виробництва на зростання доходів і попиту має стати гнучкішою. Між обсягами інвестиційних витрат і національним доходом повинен встановитися тісніший зв'язок.

Зростання ступеня еластичності інвестицій передусім пов'язується із ліквідацією неефективних структур, піклування про які тагарем лежить на державному бюджеті і перекладається на рентабельні підприємства у вигляді більших податків та обмеження конкуренції [16]. Ліквідувати нерентабельні підприємства заважають вихідні бар'єри - економічні, стратегічні, законодавчі і психологічні чинники, що змушують фірму не залишати ринок за незначної чи навіть від'ємної віддачі на інвестиції [16]. Однією з форм вихідних бар'єрів виступають безповоротні витрати (понесені фірмою витрати, які не можуть бути відшкодовані, навіть якщо фірма повністю припинить свою виробничу діяльність у даній сфері). Безповоротні витрати здійснюються як капіталовкладення у спеціалізовані активи (що характеризуються низькою ліквідаційною вартістю і високими витратами на переміщення чи конверсію); це витрати на облаштування, переналадження виробничого процесу, навчання виробничого і управлінського персоналу тощо.

Макроекономічна ситуація в Україні характеризується тим, що на шляху зростання інвестицій існують, крім вихідних бар'єрів, і вхідні у вигляді пригніченого і нестійкого попиту, що не дозволяє новій фірмі нарівні конкурувати з уже існуючими суб'єктами ринку. На ринку, де попит є нестабільним, ризикові фірми можуть з'явитися лише за умови невисоких безповоротних витрат, причому, лише у випадку гарантованого повернення всіх витрат до моменту виходу з ринку.

Додатковою проблемою, що знижує еластичність інвестицій, є різні види трансакційних витрат (витрати зі специфікації і захисту прав

власності, витрати опортуністичної поведінки тощо). Трансформація моделі економіки загострює цю проблему, оскільки означає глибокі зміни у всій системі прав власності. В процесі трансформації відбувається формування нових норм, що регулюють доступ до рідкісних ресурсів. Ці норми санкціонуються не лише державою, а й суспільством, у вигляді звичаїв, моральних установок, релігійних заповідей тощо.

Зменшити величину безповоротних витрат, не перекладаючи їх на бюджет і на суспільство в цілому, здається неможливим. Зниженню трансакційних витрат, у вигляді втрат через опортуністичну поведінку, сприятиме вдосконалення законодавчої бази і механізму її реалізації. Водночас, світова практика свідчить про постійне зростання загальної суми трансакційних витрат. Тому не треба сподіватися, що величина цих витрат може зменшитися в абсолютному вимірі. Звідси можна зробити висновок про те, що перспективним засобом збільшення обсягів інвестицій має бути не стільки політика зменшення абсолютної суми витрат, скільки заходи зі стимулювання попиту і збільшення прибутковості економічної діяльності, які дають відносно зменшення витрат.

Для стимулювання інвестиційного попиту необхідно забезпечити постійний приріст кінцевих споживчих видатків домогосподарств та уряду. Це дасть змогу стабілізувати прогнози господарюючих суб'єктів стосовно майбутніх доходів від інвестицій. Паралельно мають вирішуватися питання розширення пропозиції коштів для інвестування. Оскільки інвестиційні витрати здійснюються з певним випередженням відносно отримання прибутків, то повинна спостерігатися залежність між обсягами інвестицій і розмірами банківського кредитування економіки.

Негативні наслідки вищезгаданих особливостей механізму державного регулювання фінансового ринку можна пом'якшити, якщо застосувати інший механізм кредитування. Мається на увазі створення спеціалізованих установ дрібного кредиту. Досвід успішного функціонування таких установ (особливо у сфері сільськогосподарського виробництва) мала Російська імперія у дореволюційний період. Найрозвиненішими формами дрібних кредитних установ у той час були: а) позичково-ощадні товариства (які формували статутні капітали переважно за рахунок пайових внесків та використовували позики місцевих органів самоуправління); б) кредитні товариства, для заснування яких Державний банк виділяв позики і пайові внески були не потрібні; в) некооперативні установи дрібного кредиту [18].

Особливу увагу варто звернути на позичково-ощадні товариства. Приймаючи вклади від усіх бажаючих, ці товариства надавали позики виключно членам товариства. Позики видавалися за особистою довірою, під поручительство, а також під заставу рухомого чи нерухомого майна, виробленої продукції. Такі установи були переважно спеціалізованими: вони надавали кредити територіально наближено до клієнта, з урахуванням специфіки його виробничої діяльності. Це дозволяло кредитним установам зменшити витрати на оформлення кредитів і оцінку кредитоспроможності

позичальника, зменшити ймовірність неповернення кредиту. Тому позики надавалися під нижчі проценти, ніж у банках [18].

Кредитні операції позичково-ощадних товариств не обмежувалися споживчим кредитом. Перелік послуг, які надавали такі кредитні установи, був значно ширшим, ніж у існуючих на сьогодні в Україні кредитних спілок.

### Висновки

Дослідження причин гальмування і напрямків активізації інвестиційної діяльності дозволяє зробити наступні узагальнення і визначити такі напрямки розв'язання протиріч.

1. Зростання національних заощаджень (у формі банківських вкладів чи придбання інших фінансових інструментів) має здійснюватися шляхом розширення спектру фінансових послуг і створення дрібних позичково-ощадних установ.

2. Створення дрібних кредитних установ може здійснюватися на районному рівні у формі неприбуткових підприємств, що обслуговують окрему галузь (наприклад, сільськогосподарське виробництво). Така установа буде максимально наближеною до позичальника, що допоможе зменшити витрати на оцінку його кредитоспроможності та кредитний ризик в цілому, дозволить надавати кредити за нижчою відсотковою ставкою. Одним із джерел, яке здатне стимулювати формування статутного фонду, є податкові кредити (у формі пільг з оподаткування доходів засновників товариства, якщо вони спрямовуються до статутного фонду).

3. Збільшення прибутковості і зменшення ризикованості інвестицій має досягатися шляхом зняття або пом'якшення галузевих бар'єрів, які перешкоджають вільному переливу капіталів і обмежують конкуренцію, та за рахунок підтримки стійкої позитивної динаміки обсягів кінцевих споживчих витрат приватного і урядового секторів.

### Перспективи подальших розвідок

Стратегічний вибір України в напрямку ринкової трансформації економічної системи вимагає подальшого розширення сфери дії ринкових регуляторів у процесі реалізації інвестиційних рішень та вдосконалення законодавства стосовно розвитку дрібних кредитно-ощадних установ.

### Література:

1. Бурда М., Виплош Ч. Макроекономіка: Європ. контекст / Пер. з англ. – К.: Основи, 1998. – 682 с.
2. Дзись Г. Структурна перебудова економіки України // Економіка України. – 1994. – № 6. – С. 17–25.
3. Економіка України: підсумки перетворень та перспективи зростання / За ред. ак. НАН України В.М.Гейця. – Х.: Форт, 2000. – С. 203–295.
4. Кваснюк Б. Інвестиційна політика і відтворення в Україні // Економіка України. – 1997. – № 9. – С. 16–24.

5. *Кваснюк Б.* Макроекономічні фактори грошово-кредитного регулювання // *Економіка України.* – 1997. – № 2. – С. 20–30.
6. *Косолапов А. Г.* Фінансові методи стимулювання ринкових перетворень в Україні. – К.: Знання, 2000. – 99 с.
7. *Лукинов І.* До стратегії економічного розвитку України // *Економіка України.* – 1992. – № 2. – С. 7–16.
8. *Лукинов І.* Економічні трансформації (наприкінці ХХ сторіччя). – К.: Інститут економіки НАН України, 1997. – 455 с.
9. *Лукинов І.* Інвестиційна активність в економічному оновленні та зростанні // *Економіка України.* – 1997. – № 8. – С. 4–8.
10. *Лукинов І.* Макроструктурні пріоритети // *Економіка України.* – 1996. – № 6. – С. 14–30.
11. *Лукинов І.* Ринкові реформи у подоланні кризи // *Економіка України.* – 1996. – № 1. – С. 4–19.
12. *Махмудов А. Г.* Инвестиционная политика и управление. – Донецк: “Донбасс”, 2000. – 592 с.
13. *Панасюк Б.* Державне регулювання економіки // *Економіка України.* – 1994. – № 1. – С. 19–30.
14. *Савченко А.* Про концепцію державного регулювання виробництва // *Економіка України.* – 1993. – № 1. – С. 9–17.
15. *Семюелсон П., Нордгауз В.* Макроекономіка / Пер. з англ. – К.: Основи, 1995. – С. 170–176.
16. Трансформація моделі економіки України (ідеологія, протиріччя, перспективи) Інститут економічного прогнозування / За ред. ак. НАН України *В.М. Гейця.* – К.: Логос, 1999. – С. 170–180.
17. Україна у цифрах у 2001 році: Корот. стат. довід. / Держкомстат України: За ред. *О.Г.Осауленка;* Відп. за вип. *В.А.Головко.* – К.: Техніка, 2002. – 262 с.
18. *Ходченко О. В.* Еволюція установ дрібного кредиту в Російській імперії (ХІХ- початок ХХ ст.) // *Історія народного господарства та економічної думки України.* – 2002. – Вип. 33–34. – С. 104–111.