

## СВІТОВЕ ГОСПОДАРСТВО І МІЖНАРОДНІ ЕКОНОМІЧНІ ВІДНОСИНИ

УДК 336.77.067: 339.727.3

Запотічна Р.А., аспірант кафедри міжнародного  
економічного аналізу і фінансів  
Львівський національний університет імені Івана Франка

### ВПЛИВ КРЕДИТНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ ТРАНСНАЦІОНАЛЬНИХ БАНКІВ НА ЗОВНІШНЮ ЗАБОРГОВАНІСТЬ УКРАЇНИ

**Запотічна Р.А. Вплив кредитної діяльності транснаціональних банків на зовнішню заборгованість України.** У статті здійснено аналіз динаміки та структури зовнішньої заборгованості України. На основі статистичних даних, опублікованих Банком міжнародних розрахунків, розглянуто динаміку кредитної діяльності транснаціональних банків в Україні протягом різних фаз економічного циклу – як періодів стабілізації, так і фінансових потрясінь. Проаналізовано особливості та механізм впливу кредитної діяльності транснаціональних банків на зовнішню заборгованість України. На основі регресійного аналізу визначено фактори, що впливають на обсяг кредитів, наданих транснаціональними банками України.

**Ключові слова:** зовнішня заборгованість, транснаціональні банки, країни базування, прямі кредити, регресійний аналіз.

**Запотічна Р.А. Влияние кредитной деятельности транснациональных банков на внешнюю задолженность Украины.** В статье осуществлен анализ динамики и структуры внешней задолженности Украины. На основе статистических данных, опубликованных Банком международных расчетов, рассмотрена динамика кредитной деятельности транснациональных банков в Украине в течение различных фаз экономического цикла – как периодов стабилизации, так и финансовых потрясений. Проанализированы особенности и механизм влияния кредитной деятельности транснациональных банков на внешнюю задолженность Украины. На основе регрессионного анализа определены факторы, влияющие на объем кредитов, предоставленных транснациональными банками Украине.

**Ключевые слова:** внешняя задолженность, транснациональные банки, страны происхождения, прямые кредиты, регрессионный анализ.

**Zapotichna R.A. The impact of multinational banks' credit activity on the external indebtedness in Ukraine.** The article analyzes the dynamics and structure of external debt in Ukraine. The dynamics of multinational banks' lending activity in Ukraine during different phases of economic cycle - periods of stabilization and financial turmoil is considered based on statistics published by the Bank for International Settlements. Main features and mechanism of the effect of multinational banks' credit activities on the external debt in Ukraine are analyzed. The factors affecting the volume of cross-border credits provided by multinational banks were determined using regression analysis.

**Key words:** external indebtedness, multinational banks, home countries, cross-border credits, regression analysis.

**Постановка проблеми.** Про важливість оцінки процесу залучення кредитів транснаціональних банків (ТНБ) у контексті проблеми зовнішньої заборгованості України свідчить досвід іноземних країн, зокрема і країн Центрально-Східної Європи. Україна, як і ці країни, зіштовхнулася з проблемою обслуговування накопиченого зовнішнього боргу, що загострюється нині через низку проблем вітчизняної економіки. Внаслідок існування високого рівня зовнішньої заборгованості Україна залишається вразливою до потрясінь, пов'язаних зі складністю її

обслуговування, різкими коливаннями відсоткових ставок та обмінних курсів. У зв'язку з вищезазначеними обставинами актуальним в умовах сьогодення є дослідження впливу кредитної діяльності ТНБ на стан зовнішньої заборгованості України.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Питанню взаємозв'язку між діяльністю ТНБ та зовнішньою заборгованістю країн-реципієнтів присвячено публікації в рамках Міжрегіонального проекту з ТНБ, Центру ООН із транснаціональних корпорацій, а також іноземних економістів, таких як

К. Басу, У. Даріті, Г. Думскі, Ч. Кіндлбергер, Д. Сакс, Г. Хейзинг, Б. Хорн. Серед вітчизняних науковців це питання є недостатньо вивченим. Дослідження українських науковців, як правило, присвячені або загальній характеристиці проблеми зовнішньої заборгованості, або спрямовані на дослідження заборгованості за кредитами, наданими міжнародними фінансовими організаціями.

Аналіз сучасних теоретико-методологічних підходів до проблематики макроекономічного впливу діяльності ТНБ дав змогу зробити висновок про те, що в економічній науці ще не сформований єдиний комплексний підхід до визначення характеру цього впливу на країн-реципієнтів.

**Постановка завдання.** Зважаючи на дефіцит наукових розробок, присвячених аналізу наслідків макроекономічного впливу діяльності ТНБ для України загалом та фактичну відсутність комплексних досліджень впливу ТНБ на стан її зовнішньої заборгованості зокрема, метою статті є дослідження особливостей впливу ТНБ на зовнішню заборгованість України.

**Виклад основних результатів.** Розпочнемо дослідження з теоретичного обґрунтування взаємозв'язку між кредитною діяльністю ТНБ та зовнішньою заборгованістю країн-реципієнтів. Існують дві форми кредитування, які здійснюють ТНБ:

- непряме кредитування – здійснюється опосередковано, через місцеві підрозділи ТНБ у країнах-реципієнтах (дочірні компанії з іноземним капіталом або філії). Оскільки філії є резидентами країн-реципієнтів, кредити, які вони надають локально, не відображаються як притік капіталу в платіжному балансі або як зовнішній борг країни-реципієнта. Такі кредити зазвичай деноміновані у валюті країни-позичальника;

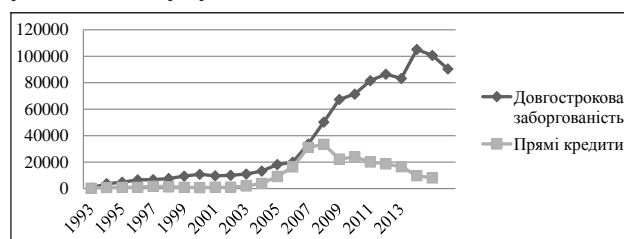
- пряме кредитування – здійснюється ТНБ безпосередньо з їхньої штаб-квартири за кордоном (кредити іноземним державам від материнських банків або так звані «транскордонні потоки»). Зважаючи на тематику та завдання нашої статті, об'єктом дослідження є саме прямі кредити, тому детальніше зупинимося на характеристиці цієї форми кредитування. У термінології платіжного балансу країни отриманий кредит від ТНБ цим шляхом являє собою приплив капіталу і зростання зобов'язань перед нерезидентами (тобто є складовою частиною зовнішнього боргу). Оскільки джерелами фінансування прямих кредитів є, як правило, міжнародні ринки капіталу, ця форма кредитування є високочутливою до рухів у глобальних умовах міжбанківського ринку. Прямі кредити зазвичай надаються в американських доларах і несуть додатковий ризик через коливання курсів валют. Так, девальвація вітчизняної валюти може підвищити ціну кредитів, коли позичальники повертають кредити, надані в іноземній валюті, вітчизняною валютою [1, с. 5].

Надмірне та неконтрольоване залучення прямих кредитів від ТНБ загострює проблему зовнішньої

заборгованості країн-реципієнтів та може призвести до виникнення боргової кризи. За умов позитивної динаміки більшості макроекономічних показників криза зовнішньої заборгованості виникає так: економіка, перебуваючи у фазі зростання, що підтримується зокрема і кредитами ТНБ, демонструє позитивну динаміку макроекономічних показників; проте після досягнення максимального значення і вичерпання ресурсів для подальшого економічного зростання його темпи починають поступово знижуватися, після чого настає фаза спаду. Якщо фаза підйому забезпечувалася за рахунок накопичення боргів, то фаза спаду зумовлена неспроможністю боржників виконати свої боргові зобов'язання перед кредиторами. Особлива роль ТНБ як додаткового джерела розвитку кризи зовнішньої заборгованості полягає у тому, що за перших ознак економічного спаду ТНБ починають вносити зміни до власної кредитної стратегії шляхом підвищення вимог до боржників і скорочення обсягів кредитування, посилюючи кризові процеси, які вже розпочалися [2]. Таким чином, висока частка прямих кредитів (щодо ВВП, зовнішньої заборгованості та непрямих кредитів) може призвести до загострення проблеми зовнішньої заборгованості країн-реципієнтів.

Зважаючи на викладений теоретичний матеріал, особливий інтерес нашої статті становить дослідження взаємозв'язку між кредитною діяльністю ТНБ та зовнішньою заборгованістю України протягом 2003–2010 рр.

Темпи зростання зовнішнього боргу України прискорилися в 2003 р., у цьому ж році швидкими темпами почав зростати обсяг прямих кредитів, наданих ТНБ, що наочно продемонстровано на рис. 1. Така тенденція зумовлена тим, що в 2003 р. економіка України вступила у фазу економічного зростання, що співпала у часі з періодом кредитної експансії ТНБ. Вітчизняний фінансовий ринок напередодні світової фінансово-економічної кризи мав усі ознаки «буму».



**Рис. 1. Динаміка довгострокової зовнішньої заборгованості та прямих кредитів, одержаних Україною від ТНБ (млн. доларів)**

Джерело: складено автором на основі [3; 4]

Погоджуючись з думкою проф. А. Єпіфанова, вважаємо, що основними передумовами розгортання кредитного буму в Україні стало прийняття рішеннями щодо європейської інтеграції України, скасування низки обмежень регулятивного та

законодавчого характеру щодо доступу іноземного капіталу, активізація переговорного процесу щодо вступу України до СОТ, позитивні структурні зрушення у вітчизняній економіці, високі темпи зростання ВВП, зростання попиту на кредити, розширення зовнішньоекономічних зв'язків українських підприємств тощо [5, с. 65].

На основі аналізу економічних показників період 2003–2010 рр. ми умовно поділили на три фази економічного циклу, а саме: фаза стрімкого економічного зростання (2003–2007 рр.); фаза відносно стабільного економічного розвитку (з I до III кварталу 2008 р.); фаза кризи та спаду економіки (з IV кварталу 2008 р. до I кварталу 2010 р.).

Фаза стрімкого економічного зростання характеризується найнижчим рівнем кредитного ризику. Україна вступила у цю фазу з рівнем зовнішньої заборгованості, яка становила 33,3% від ВВП [6].

Для України 2008 р. став найвищою точкою зростання – економіка досягла свого максимального розвитку. Рівень кредитування досягає своєї найвищої точки у розмірі 33,483 млрд. доларів [3]. Але за цих умов відбулося перенасичення економіки неякісними кредитами. На піку періоду буму відношення зовнішньої заборгованості до ВВП України становило 90,1% [4]. Валовий зовнішній борг України за період 2003–2007 рр. зріс у 4,5 рази (із 16,3 млрд. доларів до 73,6 млрд.). Темпи зростання прямих кредитів за 2003–2007 рр. становили 97,7%, зростав і ВВП України – на 7,88% щороку. Відношення прямих кредитів до валової зовнішньої заборгованості України становило 40,2%, а прямих кредитів до непрямих – 65,4% [3].

Надмірні обсяги зовнішніх запозичень у період буму обернулися для української економіки значною проблемою у кризовий період. У 2009 р. ВВП України скоротився на 14,8% порівняно з 2008 р., скоротився й обсяг наданих ТНБ прямих кредитів – на 33,31%. Якщо порівняти ці показники з показниками за період буму, то наслідки кризи для економіки та банківської системи України є досить значними. Під час фінансової кризи 2008–2009 рр. стало зрозуміло, що швидке накопичення значних обсягів зовнішніх кредитів, велика частина яких являє собою пряме кредитування від ТНБ, не мало під собою достатньо економічних підстав і не супроводжувалося ретельним фінансовим плануванням. Зовнішні кредити використовувалися нерационально і, як правило, спрямовувалися на підтримку державного бюджету, здійснення імпорту енергоресурсів та забезпечення стабільності грошово-кредитної системи. Це свідчить про те, що запозичені кошти спрямовуються не на збільшення активів, а на поточне споживання.

Стрімкий процес динамічного зростання державного боргу в Україні почався, як зазначає Л. Сімків, «унаслідок різкого коливання курсу національної грошової одиниці до іноземних валют, нестабільної ситуації з рефінансуванням боргів попередніх років,

тиску боргових виплат на державні фінанси, збільшення обсягів випуску облігацій внутрішньої державної позики, військового конфлікту на Донбасі та отримання позик від МВФ для економічного оздоровлення економіки» [7, с. 33]. Як зазначає Р. Корнилюк, у зв'язку з тим, що регулювання валютного кредитування було досить м'яким, а курс фіксованим, відбулося нехтування ТНБ впливу валютного ризику на кредитоспроможність позичальників, джерела доходів яких виражалися в національній валюті. ТНБ, з одного боку не виправдали очікувань щодо зниження відсоткових ставок, підвищення прибутковості, оскільки головною метою їхньої діяльності була передусім максимізація власних прибутків, механізмом реалізації якої є стратегія агресивної кредитної експансії [8].

Причинами відтоку кредитів ТНБ стали як зовнішні, так і внутрішні фактори. Серед внутрішніх факторів, на нашу думку, слід назвати: зниження попиту на кредити, нестабільність соціально-економічної та політичної ситуації в Україні, що призводить до частих змін законодавчої і нормативної бази, складність прогнозування напрямів економічної політики уряду та тенденцій розвитку вітчизняного банківського сектору, посилення протекційних заходів уряду для захисту національних інтересів, наслідком чого стало ускладнення репатріації прибутків ТНБ.

До зовнішніх факторів ми віднесли: проблеми в самих материнських банках, кризові явища у країнах базування ТНБ, невизначеність тенденцій розвитку міжнародного фінансового ринку в умовах глобалізації та інтеграції, зміна кредитних стратегій ТНБ, а саме переорієнтація зі стратегії агресивної експансії на помірковану і консервативну кредитні стратегії.

На рис. 2 представлено основні показники зовнішньої заборгованості України. На основі представлених показників є підстави говорити про постійне зростання зовнішньої заборгованості в Україні, зростаюче навантаження на вітчизняну економіку від погашення та обслуговування зовнішніх боргів.



Рис. 2. Показники зовнішньої заборгованості України

Джерело: складено автором на основі [4]

Отже, на основі аналізу показників кредитної діяльності ТНБ та стану зовнішньої заборгованості України ми можемо зробити висновок про те, що за

умов покращення економічних перспектив в Україні, тобто на фазі підйому економічного циклу, ТНБ здійснюють кредитну експансію на її ринок, а за погіршення макроекономічних умов ТНБ різко скорочують обсяг наданих кредитів, тим самим загострюючи проблему зовнішньої заборгованості та посилюючи кризові явища, що вже розпочалися. Проте викладених вище результатів дослідження недостатньо для розуміння факторів, що впливають на обсяг прямих кредитів, наданих ТНБ Україні. Таким чином, для формування цілісного розуміння, за яких умов ТНБ розширюють кредитування в Україні, а за яких, навпаки, скорочують, доцільно провести економетричне дослідження факторів, під впливом яких ТНБ збільшують (знижують) обсяги кредитування.

Більшість зарубіжних дослідників (зокрема, М. Фрацшер, Д. Лін, С. Жанно, Г. Кальво, К. Рейнхарт, М. Хаттак, М. Мехметоглу), досліджуючи фактори, що впливають на кредитну діяльність ТНБ, традиційно застосовує підхід, на основі якого зазна-

чені фактори поділяє на «пуш-фактори» (від англ. push – відштовхувати) та «пул-фактори» (від англ. pull – притягувати). Зазначений підхід ґрунтується на циклічності економічного розвитку країн, а також впливі макро- та мікроекономічного середовища. До «пуш-факторів», як правило, відносять фактори на рівні країни базування материнського банку (тобто є екзогенними щодо країни-реципієнта), а до «пул-факторів» – фактори на рівні країни – реципієнта банківського кредиту, під впливом яких відбувається формування та зміна кредитної стратегії ТНБ [10]. В економічній літературі «пуш- та «пулфактори» часто називають факторами на рівні пропозиції та факторами на рівні попиту. Таку термінологію, зокрема, використовують Р. Гроссе, Л. Голдберг, Т. Дорсі, Ю. Козак, Р. Фрей.

Проаналізувавши наукові праці іноземних та вітчизняних науковців, ми запропонували власну класифікацію факторів, що впливають на кредитну діяльність ТНБ, яка представлена в табл. 1. Ми визначили три групи таких факторів, а саме, гло-

Таблиця 1

**Фактори, які впливають на обсяг прямих кредитів, одержаних країною-реципієнтом від ТНБ**

Змінна	Показник	Очікуваний напрям впливу	Змінна	Показник	Очікуваний напрям впливу
<b>Глобальні</b>					
Невизначеність на світових фінансових ринках	індекс S&P500,				
темпи зростання міжнародної торгівлі	+				
<b>На рівні країн-реципієнтів</b>					
Політична стабільність	індекс боротьби з корупцією PRS Group	+	Розмір ринку	Чисельність населення	+
Економічне зростання	Темпи зростання ВВП на душу населення	+	Відсоткова ставка	Рівень відсоткової ставки	+
Рівень зовнішньої заборгованості	Частка зовнішньої заборгованості по відношенню до ВВП	-	Валютний курс	Відношення ціни гривні до долара США	-
Інфляція	Рівень інфляції	-	Валютний режим	Індекс Рейнхарта-Рогоффа	-
Рівень фінансової відкритості банківського сектора	Індекс CHIN-ITO	+	Майбутнє економічне зростання	Прямі іноземні інвестиції (ПІІ) як % від ВВП	+/-
<b>На рівні країн базування ТНБ</b>					
Економічне зростання	Темпи зростання ВВП на душу населення	+/-	Відсоткова ставка	Рівень відсоткової ставки	-

Джерело: складено автором



бальні фактори, фактори на рівні країни базування материнського банку та на рівні країни – реципієнта кредитів.

Оцінку факторів впливу на обсяг кредитів, одержаних Україною від ТНБ, здійснимо за допомогою аналітичного пакета обробки статистичних даних Eviews методом найменших квадратів. Для цього вважаємо за доцільне використати механізм логарифмів, який показує вплив відносної зміни незалежних змінних на залежну. Важливо звернути увагу на те, що прологарифмувати можна лише додатні величини, у зв'язку із цим незалежні змінні, які в деякі роки набувають від'ємних значень, а саме реальна відсоткова ставка, індекс фінансової відкритості, відношення платіжного балансу до ВВП, були виключені з регресійного рівняння.

Вихідні статистичні дані дослідження сформовані на основі бази даних Консолідованої банківської статистики Банку міжнародних розрахунків [3], Світового банку [4], а також статистики Національного банку України [6]. Для аналізу обрано період 1993–2015 рр. Отже, використавши механізм логарифмів, наше базове регресійне рівняння (1) має вигляд:

$$\log(\text{Credit})_{it} = b_0 + b_1 * \log(\text{EXregime})_{it} + b_2 * \log(\text{ER})_{it} + b_3 * \log(\text{Debt})_{it} + b_4 * \log(\text{FDI})_{it} + b_5 * \log(\text{GDP})_{it} + b_6 * \log(\text{Inflation})_{it} + b_7 * \log(\text{Population})_{it} + b_9 * \log(\text{CC})_{it} + b_{10} * \log(\text{S\&P500})_{it} + \varepsilon_{jit} \quad (1)$$

де  $i$  – відповідає Україні;

$t$  – кожному часовому періоду;

$\log(\text{Credit})$  – відносна зміна обсягу прямих кредитів, наданих усіма ТНБ, щодо ВВП України протягом періоду  $t$ ;

$\log(\text{ER})$ ,  $\log(\text{EXregime})$ ,  $\log(\text{Debt})$ ,  $\log(\text{FDI})$ ,  $\log(\text{GDP})$ ,  $\log(\text{Inflation})$ ,  $\log(\text{Population})$ ,  $\log(\text{CC})$ ,  $\log(\text{S\&P500})$  – відповідно відносні зміни обмінного курсу, валютного режиму, відношення зовнішньої заборгованості до ВВП, відношення прямих іноземних інвестицій до ВВП, ВВП на душу населення, інфляції, чисельності населення, індексу боротьби з корупцією та індексу S&P500;

$\varepsilon_{jit}$  – збурення;

$b$  – коефіцієнти регресії.

Ми також проекспериментували з показниками на глобальному рівні, використавши альтернативні показники фінансової стабільності на світових фінансових ринках, а саме відносну зміну реальної відсоткової ставки у США –  $\log(\text{Us\_real})$  та темпи зростання міжнародної торгівлі –  $\log(\text{Trade})$ .

Одна з гіпотез нашого дослідження полягає в тому, що на кредитну діяльність ТНБ із різних країн базування здійснюють вплив різні фактори. Таким чином, наступним кроком нашого дослідження став аналіз факторів, що впливають на обсяг одержаних кредитів Україною від ТНБ із різних країн базування, а саме з Австрії, Франції та США. Вибір країн

базування був зумовлений тим, що саме ці країни є основними донорами прямих кредитів для України (станом на 2015 р. частка кредитів, наданих ТНБ з Австрії, Франції і США, становила 11,7%, 11,4% та 9,4% відповідно) [3]. Метою такого аналізу було підтвердження або спростування існування різних кредитних стратегій банків із різних країн базування. Такі відмінності можуть відображати конкретні стратегії, прийняті банками щодо географічного розподілу своїх кредитів, цілей диверсифікації, характеру торгових потоків або конкретних ділових відносин. Таким чином, модифіковане регресійне, що включає фактори на рівні країни базування, рівняння матиме вигляд:

$$\log(\text{Credit})_{it} = b_0 + b_1 * \log(\text{EXregime})_{it} + b_2 * \log(\text{ER})_{it} + b_3 * \log(\text{Debt})_{it} + b_4 * \log(\text{FDI})_{it} + b_5 * \log(\text{GDP})_{it} + b_6 * \log(\text{Inflation})_{it} + b_7 * \log(\text{Population})_{it} + b_9 * \log(\text{CC})_{it} + b_{10} * \log(\text{Trade})_{it} + b_{11} * \log(\text{HomeGDP})_{jt} + b_{12} * \log(\text{HomeInterest})_{jt} + \varepsilon_{jit} \quad (2)$$

де  $\log(\text{HomeGDP})_{jt}$ ,  $\log(\text{HomeInterest})_{jt}$  – ВВП на душу населення та відсоткової ставки у країні базування;

$j$  – відповідає країнам базування ТНБ (Австрії, Франції та США);  $t$  – кожному часовому періоду.

У табл. 2 представлено моделі, які найкраще пояснюють причини зростання обсягу прямих кредитів, наданих спільно всіма ТНБ та ТНБ із різних країн базування (у таблиці подано значення коефіцієнтів, у дужках – рівень статистичної значущості).

Для достовірності регресійного аналізу методом відбору «відкидалися» ті фактори, які не впливають на залежну змінну  $i$ , таким чином, формувалася економетрична модель для кредитів, наданих ТНБ із різних країн базування. Для кредитів, наданих ТНБ із США, регресійне рівняння має вигляд:

$$\log(\text{Credit})_{it} = (-2,644) * \log(\text{ER})_{it} + (-11,544) * \log(\text{GDP})_{it} + (-15,782) * \log(\text{Population})_{it} \quad (3)$$

Із рівняння 3 випливає, що відносне зниження обмінного курсу на 1% призводить до відносного зростання обсягу прямих кредитів, наданих американськими ТНБ, щодо ВВП на 2,6%, відносне зниження ВВП на душу населення – на 11,5%, а відносне зниження чисельності населення – на 15,8% за фіксованого рівня інших регресорів. Щодо інших незалежних змінних, існує висока ймовірність того, що вони дорівнюють нулю. Коефіцієнт детермінації для цього регресійного рівняння дорівнює 0,799, скорегований  $R^2$  – 0,767, а  $F$ -статистика – 25,187.

Що стосується прямих кредитів, наданих французькими ТНБ, найкраще зміну їхніх обсягів пояснює рівняння:

$$\log(\text{Credit})_{it} = (-1,881) * \log(\text{EXregime})_{it} + 1,005 * \log(\text{ER})_{it} + 2,387 * \log(\text{GDP})_{it} + (-0,338) * \log(\text{Inflation})_{it} + 0,383 * \log(\text{CC})_{it} + 0,881 * \log(\text{usreal})_{it} \quad (4)$$

Інтерпретація результатів рівняння 4 така: відносне зростання обмінного курсу на 1% призводить до відносного зростання обсягу прямих кредитів, наданих французькими ТНБ, щодо ВВП на 1%, відносне зростання ВВП на душу населення – на 2,4%, відносне зниження інфляції – на 0,3%, покращення у сфері боротьби з корупцією – на 0,4%, а зростання реальної відсоткової ставки США – на 0,9%. Щодо впливу валютного режиму, то наші результати вказують на те, що чим гнучкіший є обмінний курс, тим менший обсяг кредитів одержить Україна від французьких ТНБ. Скорегований R<sup>2</sup> укажує на те, що незалежні змінні пояснюють залежну на 94,5%. Статистична значущість моделі, на яку вказує F-статистика, становить 64,178.

Для кредитів, наданих австрійськими ТНБ, регресійне рівняння має вигляд:

$$\log(\text{Credit})_{it} = 0,718 * \log(\text{FDI})_{it} + (-0,362) * \log(\text{Inflation})_{it} + (-10,290) * \log(\text{Population})_{it} + 1,143 * \log(\text{CC})_{it} + (-12,517) * \log(\text{GDPHome})_{it} \quad (5)$$

Нарешті, проаналізуємо результати рівняння 5. Відносне зростання відношення прямих іноземних інвестицій до ВВП на 1% призводить до відносного зростання обсягу прямих кредитів, наданих австрійськими ТНБ, щодо ВВП на 0,7%, відносне зниження інфляції – на 0,4%, відносне зниження чисельності населення – на 10,3%, покращення у сфері боротьби з корупцією – на 1,1%, відносне зниження ВВП на душу населення в Австрії – на 12,5%. Коефіцієнт детермінації для цього регресійного рівняння дорівнює 0,977, скорегований R<sup>2</sup> – 0,970, а F-статистика – 145,931.

Більшість з одержаних нами коефіцієнтів має очікуваний напрям впливу. Валютний режим виявився значущим фактором лише для кредитів, наданих французькими ТНБ. Напрямок впливу режиму

валютного курсу негативний, що вказує на те, що чим гнучкіший є обмінний курс, тим менший обсяг кредитів одержить Україна від ТНБ. Одержані нами результати підтверджують висновки, зроблені, С. Жанно та М. Міку, А. Дервізу і Дж. Подпієра про те, що фіксований валютний режим сприяє зростанню обсягів прямих кредитів. Для кредитів, наданих ТНБ з інших країн базування, знак коефіцієнту також є негативним, проте незначущим [9].

Показник боргового навантаження (відношення рівня валової зовнішньої заборгованості до ВВП) у всіх моделях виявився незначущим, тобто рівень зовнішньої заборгованості не розглядається ТНБ як показник кредитоспроможності України і не впливає на можливість країни залучати кредити з-за кордону.

Відповідно до одержаних нами результатів, ПІ та прямі кредити є взаємодоповнюючими формами зовнішнього фінансування. Так, вище співвідношення ПІ до ВВП може покращити кредитоспроможність України і, як наслідок, сприяти більшому залученню кредитів. Такі висновки узгоджуються з результатами дослідження К. Веллера для більшої вибірки країн [10]. Рівень інфляції негативно впливає на обсяг кредитів, наданих Україні французькими та австрійськими банками.

Економічний цикл в Україні негативно впливає лише на обсяг кредитів, наданих американськими банками (тобто американські ТНБ діють антициклічно). На пояснення цієї тенденції можемо навести два аргументи. По-перше, американські ТНБ можуть розглядати рецесію в Україні як можливість збільшити свою частку на її кредитному ринку. По-друге, зростання ефективності економіки у зв'язку зі зростанням прибутків дає змогу більшою мірою покладатися на внутрішні джерела фінансування, тож попит на зовнішні джерела фінансування знижуватиметься.

Таблиця 2

## Результати регресійного аналізу

Незалежна змінна	Усі ТНБ	США	Франція	Австрія
log(ER)	0,319 (3,776)***	-2,644 (-4,773)***	1,005 (6,599)***	
log(EXregime)			-1,881 (-3,017)**	
log(FDI)	0,427 (3,830)***			0,718 (3,159)**
log(GDP)	1,290 (5,156)***	-11,544 (-4,633)***	2,387 (4,865)***	
log(Inflation)			-0,338 (-3,421)**	-0,362 (-4,166)***
log(Population)		-15,782 (-5,562)***		-10,290 (-4,097)***
log(CC)	0,785 (3,158)**		0,383 (2,829)**	1,143 (2,584)**
Us_real			0,881 (3,301)**	
Log(home_GDP)				-12,517 (-3,326)**
Кількість спостережень	23	23	23	23
R <sup>2</sup>	0,911	0,799	0,960	0,977
Скорегований R <sup>2</sup>	0,891	0,767	0,945	0,970
F-статистика	46,346	25,187	64,178	145,931

Примітка. \*\*\*, \*\*, \* – коефіцієнт статистично значущий за 1%-ї, 5%-ї, 10%-ї похибки відповідно.

Джерело: обчислено і складено автором

Проте, відповідно до одержаних нами результатів, існує позитивна кореляція між обсягом прямих кредитів, одержаних від французьких ТНБ (діють проциклічно). Це означає, що ці ТНБ схильні збільшувати обсяг кредитування в Україні на фазі піднесення, коли зростає ВВП, і навпаки. Поясненням цьому може слугувати той факт, що зростання ВВП переважно зумовлене збільшенням споживання, що викликає попит на споживчі кредити в країні. Рівень економічного зростання може також указувати на ризик дефолту, оскільки в країнах, де не відбувається економічного зростання, можуть виникнути труднощі з погашенням зобов'язань перед банками. Що стосується впливу розміру ринку, показником якого ми використали кількість населення України, ТНБ розширюють обсяги кредитування зі зменшенням кількості населення. Говорячи про вплив корупції на обсяги кредитування, слід зазначити, що отримані нами результати підтверджують висновки Е. Папаїну про те, що ТНБ неохочі надавати кредити країнам із високим рівнем корупції [11]. Таким чином, обсяг прямих кредитів зростає зі зниженням рівня корупції в Україні.

Що стосується факторів на глобальному рівні, варто зазначити, що вони не відіграють важливої ролі для України. Так, ми експериментували з показниками на глобальному рівні, використовуючи альтернативні показники фінансової стабільності на світових фінансових ринках, проте лише для французьких ТНБ рівень відсоткової ставки у США виявився значущим.

Нарешті, показник економічного циклу країни базування, який виявився значущим лише для австрійських ТНБ указує на існування негативного впливу економічних умов країни базування на обсяг кредитів, одержаних Україною. Такий висновок узгоджується з результатами дослідження Р. де Хаас, Л. ван Лелівельд, Ф. Мошіріан, Ф. Молінекс, Р. Сет, Г. Рудольф, які підтверджують існування негативної кореляції між макроекономічними умовами країни базування та пропозицією кредитів ТНБ для країни-реципієнта. Згадані науковці наводять такий аргумент: якщо макроекономічні умови в країні базування погіршаться, ТНБ збільшать обсяги кредитів за кордоном, оскільки кредитні можливості у країні базування будуть обмежені. І навпаки, коли макро-

економічні умови в країні базування покращаться, ТНБ збільшать обсяги кредитів у ній і, своєю чергою, зменшать обсяги кредитів реципієнтам за кордоном [12]. Хоча показник економічного циклу виявився незначущим в інших моделях, проте розглянемо напрям його впливу. З усіх моделей лише для США він має позитивне значення, що узгоджується з дослідження С. Жанно, М. Міку, Дж. Пік, Е. Розенберга, які знаходять підтвердження існування позитивної кореляції між макроекономічними умовами країни базування та обсягами кредитів ТНБ. Указані автори аргументують це тим, що ТНБ у першу чергу скорочують закордонну діяльність у разі виникнення фінансових труднощів у країні базування [13]. Такі закономірності можна пояснити відмінностями у темпах економічного зростання між США та країнами – членами ЄС протягом 1990-х років. Проциклічна поведінка американських ТНБ зумовлена високими темпами економічного зростання у США, яка дала їм можливість здійснити експансію на зовнішні ринки.

**Висновки.** На основі викладеного матеріалу можемо зробити висновок про те, що одним з двигунів зростання зовнішнього боргу України стало залучення зовнішніх кредитів від ТНБ. Кредитний ринок в Україні за період 2003–2008 рр. можна охарактеризувати як такий, що зазнав бурхливого експансійного розвитку з ознаками кредитного буму за кількісними показниками об'ємів кредитування. Крім того, протягом цього періоду було закладено підвалини для подальшого економічного падіння, тривалого періоду рецесії та повільного економічного відновлення. На основі аналізу показників кредитної діяльності ТНБ та зовнішньої заборгованості України ми зробили висновок про те, що ТНБ розширюють обсяги кредитування на фазі економічного зростання у країні-реципієнті та різко скорочують його обсяги на фазі економічного спаду, посилюючи кризові процеси, які вже розпочалися. Аналіз темпів зростання зовнішнього боргу за цей період дає змогу зробити висновок, що одержані від ТНБ кредити не спрямовувалися на модернізацію економіки, не сприяли економічному зростанню, а лише покривали поточні потреби у фінансових ресурсах і сприяли нарощуванню розмірів зовнішнього боргу.

### Список літератури:

1. Kamil, H., Rai, K. 2010. The Global Credit Crunch and Foreign Banks' Lending to Emerging Markets: Why Did Latin America Fare Better? IMF Working Paper, 102, 1–33 p.
2. Alves, A., Dymski, G., Paula, L-F. 2009. Banking Strategy and Credit Expansion: A Post Keynesian Approach. Cambridge Journal of Economics, 33, pp. 581–608.
3. Bank for International Settlements. Official site. Electronic resource. – Retrieved from : <https://www.bis.org/>.
4. World Bank Global Development Finance. Official site. Electronic resource. – Retrieved from : <http://data.worldbank.org/data-catalog/international-debt-statistics>.
5. Розвиток механізму функціонування банківської системи України під впливом іноземного капіталу / С.В. Ленюк, М.Е. Люзняк, М.М. Гузь ; за ред. А.О. Єпіфанова. – Суми, 2010. – 142 с.
6. Національний банк України. Офіційний сайт. Електронний ресурс. – Режим доступу : <https://www.bank.gov.ua/control/uk/index>.

7. Сімків Л.С., Лозяк Ю.Д. Державний борг України: сучасний стан та основні тенденції / Ю.Д. Лозяк, Л.С. Сімків // Науковий вісник Херсонського державного університету. Серія «Економічні науки». – 2015. – Вип. 11. – С. 32–35.
8. Корнилюк Р.В. Вплив іноземних банків на розвиток кредитного ринку України / Р.В. Корнилюк // Банківська справа. – 2011. – № 4. – С. 50–58.
9. Derviz A., Podpiera J. 2007. Cross-Border Lending Contagion In Multinational Banks, European Central Bank Working Paper Series, № 807. – 40 p.
10. Weller, C. 2001. The Supply of Credit by Multinational Banks in Developing and Transition Economies: Determinants and Effects, DESA Discussion Paper. – № 16. – 30 p.
11. Papaioannou, E. 2005. What Drives International Bank Flows? Politics, Institutions and Other Determinants. European Central Bank Working Paper Series, 437. – P. 1–69.
12. Molyneux, P., Seth, R. 1998. Foreign Banks, Profits and Commercial Credit Extension in the United States, Applied Financial Economics, 8(5). – P. 533–539.
13. Peek, J. and E.S. Rosengren. 2000. "Implications of the Globalization of the Banking sector: the Latin American Experience." New England Economic Review, September/October. – P. 45–63.

УДК 339.92

**Очеретний Д.С.**, аспірант  
кафедри міжнародного обліку і аудиту  
*Київський національний економічний університет  
імені Вадима Гетьмана*

## ГЛОБАЛІЗАЦІЙНІ ТРЕНДИ РОЗВИТКУ ВЕНЧУРНОЇ ІНДУСТРІЇ

**Очеретний Д.С. Глобалізаційні тренди розвитку венчурної індустрії.** У статті проаналізовано тенденції розвитку венчурного фінансування інноваційного підприємництва. Розглянуто галузеву структуру венчурного фінансування інноваційного підприємництва. Проаналізовано роль корпоративного сектору в національних НДДКР, продукуванні та збуті інноваційних товарів і послуг на світовому ринку. Визначено нові форми розподілу праці і кооперації науково-дослідної діяльності між великими корпоративними структурами і малими інноваційними компаніями, які формують венчурні інвестиції в умовах техноглобалізму. На прикладі США досліджено концентрацію венчурного капіталу в найрозвинутіших регіонах.

**Ключові слова:** венчурні інвестиції, глобалізаційні тенденції, ТНК, інноваційне підприємництво, науково-технічна кооперація.

**Очеретный Д.С. Глобализационные тренды развития венчурной индустрии.** В статье проанализированы тенденции развития венчурного финансирования инновационного предпринимательства. Рассмотрена отраслевая структура венчурного финансирования инновационного предпринимательства. Проанализирована роль корпоративного сектора в национальных НИОКР, производстве и сбыте инновационных товаров и услуг на мировом рынке. Определены новые формы распределения труда и кооперации научно-исследовательской деятельности между крупными корпоративными структурами и малыми инновационными компаниями, которые формируют венчурные инвестиции в условиях техноглобализма. На примере США исследована концентрация венчурного капитала в самых развитых регионах.

**Ключевые слова:** венчурные инвестиции, глобализационные тенденции, ТНК, инновационное предпринимательство, научно-техническая кооперация.

**Ocheretniy D.S. Globalization trends of the venture capital industry.** The article analyzes the trends of venture financing of innovative businesses. We considered the industrial structure of venture financing of innovative businesses. The role of the corporate sector in the national R & D, production and marketing of innovative products and services on the world market were analyzed. Determined New forms of division of labor and cooperation in research activities between large corporate entities and small innovative companies that form the venture capital investment in terms tehnoglobalism were determined. The example of the United States, studied the concentration of venture capital in the most developed regions.

**Key words:** venture capital investment, trends of globalization, multinational corporations, innovative entrepreneurship, scientific and technical cooperation.