

Metodika publichnogo vystupleniya : uchebnoe posobie / S. M. Halin.  
– 2-d ed., pererab. – Tyumen : Tyumenskiy gos. un-t, 2006. – 70 p.

**Інформація про автора**

**Дейнеко Євген Валерійович** – аспірант кафедри контролю і аудиту Харківського національного економічного університету (61166, м. Харків, пр. Леніна, 9а, e-mail: deynekoev@gmail.com).

**Інформація об авторе**

**Дейнеко Евгений Валерьевич** – аспірант кафедри контролю і аудита Харківського національного економічного університету (61166, г. Харків, пр. Леніна 9а, e-mail: deynekoev@gmail.com).

**Information about the author**

**Deineko Yevhen Valeriyovych** – postgraduate student of the Department of monitoring and audit at Kharkiv National University of Economics (Lenina ave., 9a, Kharkiv, 61166, e-mail: deynekoev@gmail.com).

*Рецензент*  
ст. викладач Сєдова Л. М.

*Стаття надійшла до ред.*  
20.06.2011 р.

**ТЕОРЕТИЧНІ ТА ПРАКТИЧНІ АСПЕКТИ  
ЛІБЕРАЛІЗАЦІЇ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ**

УДК 339.727.2; 339.923

**Кобилянська А. В.**

Присвячено вивченню лібералізації фінансового рахунку країни. Наведено основні наслідки від лібералізації для основних ринкових гравців, запропоновано критичне осмислення чистого ефекту від лібералізації та подано практичні рекомендації щодо економічної політики в цій сфері. Особливу увагу приділено лібералізації потоків капіталу в контексті укладання угоди про ЗВТ Україна – ЄС.

*Ключові слова:* країни з ринками, що формуються, іноземні інвестиції, лібералізація потоків капіталу.

УДК 339.727.2; 339.923

**Кобылянская А. В.**

**ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ И ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ  
ЛИБЕРАЛИЗАЦИИ ПОТОКОВ КАПИТАЛА**

Посвящена изучению либерализации финансового счета страны. Приведены основные последствия либерализации для основных рыночных игроков, предложено критическое осмысление чистого эффекта либерализации и представлены практические рекомендации относительно экономической политики в этой сфере. Особенное внимание уделено либерализации потоков капитала в контексте подписания соглашения о ЗСТ Украина – ЕС.

*Ключевые слова:* страны с формирующимися рынками, иностранные инвестиции, либерализация потоков капитала.

UDC 339.727.2; 339.923

**Kobyljanska A. V.**

**THEORETICAL AND PRACTICAL ASPECTS  
OF CAPITAL FLOWS LIBERALIZATION**

The article is devoted to the investigation of financial account liberalization. The main consequences of the liberalization for main economic agents are provided, a critical assessment of liberalization net effect is suggested and some practical recommendations

on economic policy are developed. A particular attention is paid to capital flows liberalization in the context of Ukraine-EU FTA agreement signing.

*Key words:* emerging economies, international investments, capital flows liberalization.

В умовах все більшої інтеграції України у світове господарство загалом та міжнародні фінансові потоки зокрема наріжним каменем постає питання такого управління інтеграційними процесами, яке б послуговало інтересам держави. З одного боку, в умовах обмеженості внутрішніх інвестицій зовнішній капітал є певним джерелом економічного розвитку країни. З іншого боку, як показала остання світова економічна криза, надмірна відкритість країн світу, в тому числі й України, за умови зворотного руху капіталу може негативно вплинути на фінансову стійкість країни. Таким чином, питання залучення іноземних інвестицій у теперішніх умовах шляхом підвищення привабливості інвестиційного клімату не втрачає своєї актуальності. Проте наразі питання управління потоками капіталу має розглядатися в більш широкому сенсі, а саме в контексті управління структурою потоків капіталу в країну або з країни.

Додаткової актуальності питання управління потоками капіталу додає процес підписання угоди про зону вільної торгівлі (ЗВТ) між Україною та ЄС. Окремим питанням угод відповідного типу виступає лібералізація потоків капіталу. Прийняття рішення щодо ступеня лібералізації рахунку фінансових операцій та операцій з капіталом може вплинути як безпосередньо на обсяги і структуру експорту та імпорту капіталу, так і на розвиток фінансового сектору країни.

Вивченню економічних ефектів від укладання угод щодо створення певних видів економічних об'єднань присвячено велику кількість робіт зарубіжних та українських науковців, зокрема Ст. Фішера, Дж. Ю. Стігліца, Р. Лукаса, Ф. Мішкіна, Балацького О. Ф., Павличенка В. О., Рогача В. І., Геєця В. М., Бураковського І. В. [1, с. 1073; 2, с. 93; 3, с. 85–86; 4, с. 113–125]. Окремі автори вивчають питання лібералізації потоків капіталу та наслідків для економік країн – реципієнтів капіталу, а саме: С. Дьянков, П. Генрі [5, с. 14–20; 6, с. 92–93] та ін.

Утім тепер існують суттєві прогалини щодо комплексного аналізу вказаних наслідків, зокрема для всіх економічних агентів країни – реципієнта капіталу. Також дотепер більшість спроб дослідити наслідки ввозу капіталу для країни – імпортера інвестицій – була сконцентрована на одній стороні цього процесу – перевагах або недоліках процесу інвестування. Метою даної статті є критичний комплексний аналіз наслідків інвестування капіталу в країну та на цій основі здійснення спроби надання рекомендацій щодо необхідного ступеня лібералізації фінансового рахунку для України.

Приєднавшись до ГАТТ, а згодом до СОТ, Україна взяла на себе зобов'язання щодо вільного пересування іноземного капіталу та прибутків, отриманих від його використання, захисту іноземних інвестицій, тому вирішення завдання управління потоками капіталу не може базуватися на простій забороні або дозволі здійснення іноземного інвестування в тій чи іншій формі. У справу мають залучатися більш довершені інструменти. Вибір цих інструментів може бути здійснений ефективно тільки за умови того, що є цілком відомими та дослідженими наслідки від лібералізації іноземного інвестування.

У найбільш загальному випадку економічний ефект фінансової лібералізації набуває двох форм: економічного зростання та ефективного управління ризиками. Перший ефект забезпечується шляхом ефективного розподілу капіталу в країні, де він може бути використаний найбільш ефективно, а також стимулювання розвитку фінан-

сового сектору, другий – шляхом диверсифікації інвестицій, іншими словами, розподілом ризиків між країнами.

Як уже було зазначено, лібералізація потоків капіталу сприяє економічному зростанню країни, що особливо важливо для України в умовах обмеженості внутрішнього фінансування деяких проектів. При розгляді питання доцільності фінансової інтеграції часто розрізняють такі форми руху капіталу, як прямі іноземні інвестиції (ПІІ), портфельні інвестиції, кредити між країнами, тому що ефект від здійснення інвестування різними формами може бути різним. Однак існують оцінки наслідків фінансової лібералізації в найбільш загальному вигляді.

Наприклад, відповідно до оцінок СЕПС [7, с. 13] лібералізація торгівлі та потоків капіталу в Україні призведе до 10 % зростання ВВП у довгостроковій перспективі. Також відповідно до оцінок вартість капіталу скоротиться на 16,7 % у випадку низької еластичності капіталу та праці і на 17,1 % у випадку високої еластичності, а заробітна плата в Україні зросте на 8,9 та 9,7 % відповідно. Результати дослідження Djankov & Hoekman [5, с. 22–23] показали, що вільне пересування капіталу може також позитивно вплинути на зовнішню торгівлю і, таким чином, сприяти усуненню дефіциту платіжного балансу. Так, конкуренція вітчизняним виробникам з боку імпортерів товарів може створювати додаткову потребу в іноземному інвестуванні як джерелі розвитку власного виробництва та необхідної інфраструктури. Отже, лібералізація зовнішньої торгівлі потребує наступної чи паралельної лібералізації потоків капіталу.

Іншими істотними перевагами фінансової інтеграції європейських країн чи інших країн, що підписали угоди з ЄС про ЗВТ, окрім економічного зростання, є модернізація та погодження місцевого регулювання з міжнародною практикою функціонування фінансових ринків, включаючи бухгалтерський облік, податковий режим і нагляд. Ці інституційні зміни тільки підсилюють економічний розвиток. Крім того, відповідно до Stiglitz "лібералізація потоків капіталу призводить до посилення дисципліни" [1, с. 1076], що означає впровадження ґрунтовної економічної політики на місцях.

Окрім загальних переваг від лібералізації фінансових потоків, існує і ряд витрат від вільного руху капіталу. Більш того, окрім найбільш загальних наслідків для економіки країни – імпортера інвестицій, можливо виокремити переваги та недоліки від більш вільного пересування капіталу для окремих ринкових гравців. Усі вони схематично можуть бути поділені залежно від економічного агента, на який здійснюється вплив унаслідок лібералізації потоків капіталу (таблиця).

Таблиця

**Переваги та недоліки лібералізації потоків капіталу**

Економічний агент	Недоліки лібералізації капіталу	Переваги лібералізації капіталу
1	2	3
Держава та економіка в цілому	Надмірна вразливість до зовнішніх потрясінь у разі несприятливого руху капіталу	Зростання ліквідності капіталу, зниження вартості капіталу та стимулювання інвестицій

Продовження таблиця

Закінчення таблиця

1	2	3
	<p>Ризик перевищення обсягів відтоку капіталу над обсягами залучення в разі слабкої економічної позиції країни – реципієнта капіталу.</p> <p>Втрата можливості провадження незалежної економічної політики за умови, коли міжнародні фінансові інститути надають рекомендації щодо економічної політики в обмін на фінансову допомогу.</p> <p>Збільшення відмінностей у рівнях доходів між бідними і розвиненими країнами. Ускладнення впровадження національної політики та поглиблення проблем, пов'язаних з управлінням курсом національної валюти.</p> <p>Зростання ризику настання проблеми "неправильного вибору" у разі характеристики країни – імпортера інвестицій – як слабо-розвинутої фінансової системи.</p> <p>Зменшення кількості можливих інструментів грошово-кредитної політики [8, с. 27; 9, с. 31]</p>	<p>Збільшення довіри до країн у результаті економічного зростання.</p> <p>Сприяння здійсненню реформ фінансового сектору.</p> <p>Поглиблення фінансових ринків.</p> <p>Диверсифікація портфеля інвестицій, що призведе до зростання рівня прибутковості інвестицій.</p> <p>Кращий розвиток зовнішньої торгівлі.</p> <p>Відкриття більш широкого кола джерел для покриття дефіциту бюджету, наприклад, уряд і приватні компанії можуть здійснювати запозичення на євро-ринках [10, с. 52–53; 11, с. 43]</p>
Підприємства	<p>Зменшення доходів фірм і банкрутство малих підприємств у зв'язку з посиленням конкуренції з боку іноземних компаній.</p> <p>Неадекватне розміщення кредитних ресурсів за умови неефективного регулювання місцевого фінансового ринку або існування торгових бар'єрів.</p> <p>Надмірна ризикованість банківських операцій через відсутність досвіду з управління кредитними ризиками і кредитування<sup>1</sup></p>	<p>Посилення конкуренції.</p> <p>Спрямування фінансових коштів до найбільш ефективних компаній за рахунок поліпшення стандартів звітності і вимог до розкриття інформації, успадкованих від міжнародних фірм.</p> <p>Розповсюдження ноу-хау, пов'язаних з ПІІ<sup>2</sup> [12, с. 135; 6, с. 93; 4, с. 120]</p>

1	2	3
Домогосподарства та соціум в цілому	<p>Збільшення розриву в оплаті праці кваліфікованих та некваліфікованих працівників у промислово розвинених країнах.</p> <p>Короткострокові збої в роботі підприємства, наприклад, втрата робочих місць і зниження доходів домогосподарств, що непропорційно впливає на найбільш вразливі верстви населення [13, с. 215–216; 2, с. 93]</p>	<p>Збільшення кредитування населення за рахунок збільшення пропозиції капіталу.</p> <p>Зниження рівня бідності та використання дитячої праці завдяки полегшенню доступу до кредитування.</p> <p>Збільшення можливостей для інтертемпорального перерозподілу споживання за рахунок полегшення доступу до кредитного ресурсу і, як наслідок, зростання обсягів споживання [3, с. 135; 14, с. 13; 15, с. 29]</p>

*Примітки:* <sup>1</sup>Завдяки тому, що банки відіграють критичну роль у зборі інформації щодо представників реального сектору, рішення банків щодо скорочення обсягів кредитування призведе до відповідного скорочення обсягів інформації стосовно ринку, а тому до збільшення ризиків. Як наслідок, компанії тяжіють до скорочення витрат та звуження ділової активності. У цій ситуації як превентивні заходи можуть виступати нагляд за банківською системою з метою перерозподілу надлишкових ризиків.

<sup>2</sup>Утім у цій ситуації реалізація переваг від лібералізації потоків капіталу залежить від рівня людського капіталу всередині країни. У деяких випадках досягнення науки не можуть бути впроваджені в реальність через низький рівень кваліфікації працівників.

Варто додати, що міжнародні потоки капіталу є вельми чутливими до макроекономічної політики, стійкості вітчизняної банківської системи і непередбачених політичних та економічних подій. Таким чином, ринкові сили повинні здійснювати дисциплінуючий вплив на макроекономічну політику країни.

Загалом позитивний вплив лібералізації потоків капіталу на економічний стан більшості ринкових агентів має бути підкріплений відповідними інституційними змінами в Україні. Так, реалізація подальшого відкриття фінансового рахунку України може здійснюватися в таких напрямках, як:

перехід до проактивної стратегії лібералізації потоків капіталу – розвиток регіональних агенцій сприяння іноземним інвестиціям, що будуть надавати іноземним інвесторам необхідну інформацію щодо реєстраційних процедур та правил, а також інвестиційних можливостей;

забезпечення кращого захисту прав акціонерів, у тому числі надання інформації щодо змін у фінансовому стані компанії на регулярній основі, формування національного переліку акціонерів;

покращення законодавства, що регулює процеси злиття та поглинання;

покращення практик незалежного аудиту; скорочення списку документів для реєстрації, практичне запровадження принципу мовчазної згоди;

унікнення надлишкових перевірок органами влади; розробка нового закону щодо ліквідації підприємств з метою скорочення часу для ліквідації;

скорочення списку видів економічної діяльності, що підлягають обов'язковому ліцензуванню, до переліку тих видів, які можуть завдати шкоди здоров'ю та життю людини, навколишньому середовищу та національній безпеці;

установлення переліку послуг, що мають надаватися органами влади безкоштовно;

відновлення процесу приватизації шляхом розвитку Державної програми приватизації на наступні роки;

мінімізація державної підтримки деяких галузей;

упровадження прозорих відкритих державних аукціонів щодо програм державних закупівель;

покращення забезпечення прав власників, зняття мораторію на продаж земель сільськогосподарського призначення, полегшення реєстрації прав на землю;

розвиток ринку похідних фінансових інструментів як засобу хеджування та захисту портфельних інвестицій.

Наведені вище напрями лібералізації потоків капіталу допоможуть звільнити рух іноземних інвестицій різних форм, утім більшість із запропонованих інструментів полегшать доступ до українських ринків саме прямих іноземних інвесторів. Проте загальне поліпшення інвестиційного клімату всередині країни внаслідок реалізації запропонованих заходів матиме позитивний вплив і на інші статті фінансового рахунку платіжного балансу України.

Таким чином, фінансова інтеграція має ряд переваг для конкретної країни, що відображається у зростанні ВВП, вирівнюванні споживання, розвитку фінансових ринків, поліпшенні внутрішньої політики та ділової практики, підвищенні рівня конкуренції. Хоча існують також деякі недоліки та проблеми, пов'язані з процесом лібералізації потоків капіталу, серед яких: висока вразливість економіки до зовнішніх шоків у разі зворотного руху короткострокового капіталу, високий ступінь залежності результатів фінансової інтеграції від особливостей країни (продуктивності праці, можливості ефективного розподілення фінансових ресурсів, режиму валютного курсу і факту лібералізації інших відносин, наприклад торгівлі).

Однак насправді велика частина проблем, пов'язаних з фінансовою лібералізацією, пояснюється існуванням недосконалоостей ринку і, таким чином, їх можна уникнути. Інша частина негативних наслідків пов'язана з більш високим рівнем конкуренції всередині країни і, таким чином, не може розглядатися як контраргумент лібералізації рахунків руху капіталу. Незважаючи на існування всіх цих труднощів, більшість з них може бути легко подолана шляхом розвитку ефективної фінансової системи.

Слід зазначити, що більша частина як позитивних, так і негативних наслідків фінансової лібералізації ринку має середньостроковий або довгостроковий характер. Це випливає із самої природи ПІІ як основного компонента лібералізації рахунку капіталу, що обговорюється в угодах про ЗВТ. Зокрема, необхідний певний час для розповсюдження ноу-хау, корегування відсоткових ставок і трудових виплат. Більш-менш негайною є та реакція ринку, яка відображається у виході з нього неконкурентоспроможних місцевих гравців, які не володіють обсягами фінансових ресурсів, достатніми для проведення агресивної стратегії зростання. Хоча в цілому лібералізація потоків капіталу приводить до підвищення ефективності функціонування ринку. Таким чином, подальша лібералізація фінансових ринків має бути однією з пріоритетних стратегій для України.

Подальші дослідження в цій сфері мають бути спрямовані на чітке визначення механізму лібералізації

потоків капіталу з визначенням необхідних інструментів для окремих форм інвестицій.

**Література (References):** 1. Stiglitz J. E. Capital market liberalization, economic growth and instability / J. E. Stiglitz // World Development, Elsevier. – 2000. – No. 28(6) – Pp. 1075–1086. 2. Lucas R. Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries / R. Lucas // American Economic Review 80. – 1990. – Pp. 92–96. 3. Mishkin Fr. S. Is Financial Globalization Beneficial? / Fr. S. Mishkin // NBER Working Paper. 2005. – No. W11891. – P. 136. 4. IER. The Economic Impact of the Establishment of the FTA between Ukraine and the EU. Report prepared at the request of the Ministry of Economy of Ukraine by Institute for Economic Research and Policy Consulting (Registration No. 0106U011576). – 2006. – P. 235. 5. Djankov S. Catching Up With Eastern Europe? The European Union's Mediterranean Free Trade Initiative / S. Djankov, B. Hoekman // CEPR Discussion Papers 1300, C.E.P.R. Discussion Papers, 1995. – No. 23. – Pp. 13–56. 6. Henry P. Bl. Capital Account Liberalization, the Cost of Capital and Economic Growth / P. Bl. Henry // American Economic Review. – 2003. – Vol. 93. No. 2 – Pp. 91–96. 7. Emerson M. The Prospects of Deep FTA between EU and Ukraine / M. Emerson // CEPS Paperback Series. – 2006. – No. 1 – Pp. 1–248. 8. Aizenman J. On the Hidden Links between Financial and Trade Opening / J. Aizenman. – University of Santa Cruz, mimeo, 2003. – P. 28. 9. Bagwati, J. The Capital Myth: the Difference between Trade in Widgets and Dollars / Bagwati J. // Ministry of Foreign Affairs of India. Working paper. – 1998. – No. 235 – Pp. 25–47. 10. de la Torre A. Small Fish, Big Pond. What is the future for developing country capital markets in a globalized economy? / A. de la Torre, S. Schmukler // A compilation of articles from Finance & Development. IMF – 2007. – Pp. 51–54. 11. R. H. Dehejia "Child Labor: The Role of Income Variability and Access to Credit in a Cross Section of Countries / R. H. Dehejia, R. Gatti // World Bank Policy Research Paper 2767. – 2002. – P. 47. 12. Fischer St. Capital-Account Liberalization and the Role of the IMF / Fischer St. // Princeton Essays in International Finance – 1998. – No. 207. – Pp. 43–203. 13. Lipschitz L. Capital Flows to Transition Economies: Master or Servant? / L. Lipschitz, T. Lane, A. Mourmouras // Czech Journal of Economics and Finance, Charles University Prague, Faculty of Social Sciences. – 2006. – Vol. 56(5–6). – Pp. 202–222. 14. Prasad, E. The Paradox of Capital. Is foreign capital associated with economic growth and, if not, why does it flow "uphill"? / E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian // A compilation of articles from Finance & Development, IMF. – 2007. – Pp. 10–14. 15. Reddy Y. V. Converting a Tiger. Lessons from India's gradualist approach to capital account convertibility / Y. V. Reddy // A compilation of articles from Finance & Development. IMF – 2007. – Pp. 28–32.

## Інформація про автора

**Кобиліяньська Алла Валеріївна** – аспірант кафедри економічної теорії Національного університету "Києво-Могилянська Академія" (м. Київ, вул. Сковороди, 2, e-mail: akobylyanskaya@eerc.kiev.ua).

## Інформація об авторе

**Кобылянская Алла Валериевна** – аспірант кафедри економічної теорії Національного університету "Києво-Могилянська академія" (г. Киев, ул. Сковороды, 2, e-mail: akobylyanskaya@eerc.kiev.ua).

## Information about the author

**Kobylianska Alla Valeriivna** – postgraduate student at the Economic Theorie Department of National University "Kyiv-Mohyla Academy (Skovoroda str., 2, Kyiv, e-mail: akobylyanskaya@eerc.kiev.ua).

**Рецензент**  
докт. екон. наук,  
доцент Попов О. Є.

Стаття надійшла до ред.  
18.10.2011 р.