

ДЕТЕРМІНАНТИ ПРОЦЕСУ ІНОЗЕМНОГО ІНВЕСТУВАННЯ ДО КРАЇН З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ

КОБИЛЯНСЬКА А. В.

Одеса

Вступ. Термін «країна з ринком, що формується» (з англ. *emerging economy – ЕМЕ*) був запропонований в 1981 році економістами МФК групи Світового банку [15]. Виникнення цього терміну було обумовлено цілком обґрунтованою необхідністю в якісному визначенні, і більше того відокремленні групи країн, що за своїми характеристиками якісно відрізнялися від решти світу того періоду часу. На той час до категорії країн ЕМЕ відносили більшість країн Латинської Америки, Карибського архіпелагу, нові індустріальні країни Сходу, загалом близько 26 країн. Відповідно до класичного критерію визначення цих країн всі вони належать до країн, що розвиваються, та характеризують середнім або вище ніж середнім доходом на душу населення та суттєвим рівнем капіталізації місцевих ринків капіталу поряд з істотною залежністю від іноземного ресурсу [10, с. 118–119].

Сплеск уваги до ЕМЕ був передусім зумовлений значними обсягами іноземних інвестицій в економіку цих країн, спричиненими економічними негараздами регіонів. В подальшому ця зацікавленість була підтримана позитивним досвідом цих країн в подоланні економічних негараздів за допомогою іноземного капіталу, спрямованого як на безпосереднє вирівнювання економічних дисбалансів, так і на розбудову фінансової архітектури. Останніми ж роками країни ЕМЕ переважно розглядаються як великі фінансові та індустріальні цен-

три, і тому, що цілком логічно, вже як експортери капіталу. Варто зауважити, що група цих країн з 80-х років ХХ сторіччя суттєво розширилась і наразі включає деякі країни Східної Європи, Прибалтики, Близького Сходу, Північної та Південної Африки.

На теперішній час Україна є нетто-експортером іноземних інвестицій, а її економічний та інституційний розвиток багато в чому є пограничним, тобто перехідним до статусу країн ЕМЕ. Не дивно, що багато економістів відносять Україну до так званих «граничних ринків». Саме тому вивчення досвіду країн з ринком, що формується, в сфері залучення та використання іноземних інвестицій може бути вкрай важливим для України, як в сенсі подолання економічних криз, так і в плані розбудови фінансової інфраструктури.

В даній роботі основна увага буде приділена вивченню чинників процесу іноземного інвестування, особливий акцент буде зроблено на відносній важливості окремих чинників руху іноземного капіталу в країни з ринком, що формується. Отримані результати будуть мати безперечну важливість для України, як країни в якій перш за все іноземний капітал наразі є вкрай критичним для економічного розвитку на фоні істотної нестачі внутрішнього інвестиційного ресурсу. Тому вивчення цих чинників дозволить якісно видозмінити інвестиційну стратегію країни в руслі досягнення економічного процвітання, а також одночасного наближення України до країн ЕМЕ за економічними характеристиками.

Питанням процесів іноземного інвестування до країн ЕМЕ в цілому, та чинників цих процесів і їх наслідків зокрема, присвячено багато теоретичних та емпіричних робіт іноземних вчених, а саме: Ф. Гарібальді, П. Сакса, М. Ареллано, А. Бевана, Дж. Герцберга та ін., науковців групи Світового банку, МВФ, Банку міжнародних розрахунків, ОЕСР і т. д. Окремі питання процесів іноземного інвестування до країн ЕМЕ розглядаються такими вітчизняними науковцями, як О. В. Плотников, І. В. Бураковський, А. М. Задувайло. Дана робота присвячена вивченню, критичному осмисленню та систематизації важливості окремих чинників іноземного інвестування до країн ЕМЕ в чому і полягає її наукова новизна. Очікуваний результат буде використаний для вироблення рекомендацій щодо інвестиційної стратегії України, як «граничного ринку».

Метою статті є дослідження чинників процесу іноземного інвестування загалом, та країн ЕМЕ. Методологічно досягнення вказаної мети роботи досягається шляхом розгляду теоретичних напрацювань детермінант потоків іноземного капіталу доповненим ретроспективним аналізом чинників іноземного інвестування в країні ЕМЕ. Порівняння авторського осмислення результатів теоретичних робіт та їх аналізу по відношенню до країн ЕМЕ становить базу для виокремлення найбільш важливих чинників іноземних інвестицій в економіку країни з ринком, що формується.

Результати. Розвиток – це, передусім, спроможність нації продукувати національний добробут, що базується передусім на виробництві промислових товарів та наданні послуг [10, с. 118–119]. Основним припущенням еволюційної економіки, що була започаткована наприкінці колоніальної епохи в 50–60х роках ХХ сторіччя, було те, що бідні країни суттєво відрізняються за своїми засадничими ознаками від «багатих», а тому для їх аналізу необхідні нові економічні моделі [14]. Це стало ще більш очевидним після Вашингтонського консенсусу, коли евфемізм «бідна» економіка був замінений терміном економіка, що розвивається.

Незважаючи на те, що зазвичай дуже важко визначити характерні риси всіх без виключення країн, що розвиваються, еволюційна економіка виходить з тієї точки зору, що «бідні» економіки світу мають унікальні проблеми, для вирішення яких потрібні специфічні інструменти, зазвичай дуже відмінні від того апарату, що був напрацьований розвиненими економіками. Протягом останніх тридцяти років темпи розвитку та економічного зростання деяких країн, що розвиваються, тільки прискорились. В подальшому ці країни отримали назву країн ЕМЕ.

Надвисокі темпи економічного розвитку створюють додатковий тиск на керівників відповідних країн, так як успішність їх дій має критичну важливість як для самих країн ЕМЕ, так і для цілих регіонів, економічними центрами яких вони є. Результати досліджень вказують на те, що нестабільність випуску цих країн є результатом численних фінансових криз, так як ці країни функціонують в більш складних обставинах ніж індустріальні країни, що характеризуються аналогічним рівнем розвитку.

Іноземне інвестування є одним з факторів економічного зростання також і країн ЕМЕ, адже він являє собою форму капіталу як фактора виробництва. Тому іноземні інвестиції в контексті ЕМЕ є як чинником росту, так і певною мірою загрозою економічній стабільності цих країн за випадку коли в структурі іноземного капіталу спрямованого до даних країн переважають короткострокові інвестиції.

Діалектика процесу іноземного інвестування до країн з ринком, що формується, в якості найголовнішого наслідку має те, що країни ЕМЕ розглядаються як можливість ефективної диверсифікації портфелів інвесторів. С точки зору того, що останнім часом країни ЕМЕ самі виступають в якості інвесторів на міжнародній арені, то процес іноземного інвестування до цих країн має більше переваг ніж недоліків. Це обумовлює важливість вивчення особливостей такого неоднозначного процесу іноземного інвестування до країн з ринком, що формується, а також засадничих причин процесу інвестування в ці країни зокрема.

Все різноманіття літератури присвяченої вивченню процесу іноземного інвестування можна категоризувати відповідно до рівня дослідження на макро-, мезо- та мікротеорії [1, с. 890–899]. Натепер при моделюванні процесу іноземного інвестування в якості детермінант потоків капіталу розглядають цілу сукупність визначених факторів.

Відповідно до макротеорій сукупність детермінант іноземного інвестування, включно з інвестуванням до країн ЕМЕ, умовно розподіляють на фактори пов'язані з країною експортером та країною-імпортером капіталу, тобто на *push* та *pull* фактори відповідно.

Перша група факторів представлена показниками, що характеризують бізнес-цикли, тобто темпи економічного зростання країни-експортеру інвестицій, індекси промислового виробництва, процентні ставки. З точки зору обсягів наданого капіталу, вплив темпів економічного зростання та індексів промислового виробництва має позитивний напрямок, а зростання процентних ставок всередині країни, тобто зростання прибутковості інвестицій всередині країни, зменшує схильність до інвестування закордон. Втім в кінцевому випадку, вплив вказаних змінних на обсяги наданого інвестування залежить від того, який ефект (доходу або заміщення) від іноземного інвестування превалює в конкретний момент [11, с. 1–3].

Якщо *push* фактори пояснюють кількісні характеристики наданого іноземного ресурсу, то *pull* фактори обумовлюють вибір країни-імпортера капіталу, а також форму іноземного інвестування. Відповідно до цієї групи факторів відносять розмір ринку країни-реципієнту іноземних інвестицій, економічні умови всередині країни, показники відкритості економіки, показники ліквідності, стан державного боргу, показники вразливості економіки і т. ін.

Більш детальний розгляд зазначених факторів наведений нижче.

Розмір ринків. Відповідно до теорії конвергенції ця змінна має позитивний вплив на обсяги потоків ка-

піталу в країну, тобто більші країни отримують більші обсяги капіталу що призводить до встановлення рівноважних обсягів капіталовкладень всередині групи країн. В якості проксі для цієї змінної використовують обсяги ВВП, рівень внутрішнього та приватного споживання [5, 6, 8]. Також при моделюванні потоків іноземних інвестицій в якості чинника іноземного інвестування включаються ВВП країни на одну особу, незважаючи на те, що цей показник більше вказує на рівень економічного розвитку ніж на розмір ринку.

Економічні умови в країні. Країни, які характеризуються стабільністю макроекономічного середовища, високими і сталими темпами зростання та низьким і стабільним рівнем інфляції зазвичай отримують більш суттєві обсяги капіталу. В якості наближення для цієї змінної в економічній літературі використовують темпи зростання ВВП [4, 7, 8], індекси промислового виробництва країни-експортеру капіталу, процентні ставки, рівень інфляції, частку внутрішніх дивідендів [7], що вказує на рівень розвитку фінансового ринку. Відповідно до економічної логіки всі змінні, окрім інфляції, мають позитивний вплив на обсяги притоку інвестицій. Додатково в якості чинників іноземного інвестування, що належать до даної групи, можуть використовуватись рівень середньої заробітної плати, рівень доходності вітчизняного фондового ринку.

Індикатор відкритості економіки вказує на зв'язок країни зі світовим господарством. Емпіричною було доведено, що країни з відкритою економікою мають більше шансів залучити іноземні інвестиції ніж економіки, в яких існують суттєві обмеження на здійснення зовнішньоекономічної діяльності. Економічна література винайшла цілу когорту показників відкритості [13]. Проте використання таких змінних може призводити до доволі суперечливих результатів та вводити в оману дослідників [12]. Тому в якості таких змінних використовують частку експорту та імпорту в ВВП та обсяги експорту та імпорту, факт існування тарифів та торговельних обмежень, входження до різноманітних регіональних об'єднань та інших факторів, що вказують на рівень відкритості економіки чи регіону.

В якості *показника рівня ліквідності* економіки використовують обсяги експорту та темпи його зростання, так як для більшості країн експорт є основним джерелом надходження іноземної валюти. Цей чинник має позитивний вплив на обсяги інвестованого в країну капіталу, особливо на обсяги портфельних інвестицій. В якості іншого незалежного чинника можуть використовуватись обсяги міжнародних резервів. Проте використання цього показника ускладнено тим, що обсяги потоків капіталу в свою чергу безпосередньо впливають на накопичення міжнародних резервів. Використання значень даного показника з лагом може слугувати дієвим інструментом уникнення вказаної проблеми.

Стан державних фінансів є одним з найважливіших чинників міграції капіталу. Існування суттєвого дефіциту бюджету часто призводить до зростання обсягів державних зобов'язань. В свою чергу це призводить до необхідності підвищення ставок оподаткування і в кінцевому підсумку може призвести до неспроможності здійснення

виплат по зовнішній заборгованості. Таким чином, існування значного дефіциту державного бюджету збільшує ризики, що пов'язані з країною, і тому може стримувати інвестиційні потоки. Такі показники, як баланс бюджету, відношення державного боргу до ВВП і доходи бюджету, відношення державних видатків до ВВП, також можуть використовуватись в якості проксі для визначення стану державних фінансів. В більшості випадків ці показники використовуються при моделюванні потоків ПІІ. Досліджень, які б винайшли емпіричний статистично значимий зв'язок між рівнем портфельних інвестицій та вказаними фінансовими показниками, наразі не існує.

Показник вразливості економіки негативно впливає на рівень іноземних капіталовкладень, так як збільшує рівень ризикованості таких операцій. В якості основних показників використовують показники обсягів зовнішнього боргу, частку зовнішнього боргу в ВВП, показники рівня доларизації, відношення М2 до офіційних валютних резервів. Відповідно до економічної літератури ці показники мають негативний вплив на рівень іноземного інвестування в економіку країни.

В контексті країн з ринком, що формується, особливо важливість набувають окремі з перелічених факторів, що обумовлено економічною специфікою притаманною даним країнам. Так, «емерджентні економіки» характеризуються великими розмірами споживчого ринку, високими темпами зростання поряд з значною волатильністю цін та відсоткових ставок, високою доходністю фінансових ринків, існуванням суттєвих диспропорцій державного бюджету, і тому високими обсягами внутрішніх та зовнішніх запозичень. Деякі з цих факторів обумовлюють високу ризикованість інвестування в ці країни, що за інших рівних умов це повинно мати негативні наслідки для обсягів залученого капіталу. Проте висока норма ризикованості пов'язана з високими прибутками, тому негативний вплив вказаних факторів суттєво «пом'якшується» потенційними перевагами від процесу інвестування. В будь якому випадку перелічені вище фактори мають і ще матимуть критичне значення саме для країн ЕМЕ [5, 6, 8].

З позиції мікротеорії іноземного інвестування, або теорії поведінки окремих інвесторів, можна виділити безліч мотивів для інвестування, найбільш поширеними є пошук ринку збуту, пошук ресурсів, пошук можливостей скористатися ефектами від масштабу, інші фактори, а також ті фактори, що опосередковано впливають на інвестиційне рішення: фізична відстань та інші види відстані, різниця в культурі ведення бізнесу і т. д. Втім, в контексті країн ЕМЕ, найбільшу зацікавленість викликають теорії, що розглядають процес інвестування, як процес диверсифікації ризиків, тобто формування портфелю іноземних інвестицій. Серед таких теорій варто виділити теорії «стадної поведінки», «фінансових бульбашок» і т. д. Більшість з них пов'язана з критичною важливістю інформації при прийнятті рішення щодо інвестування до економіки з ринком, що формується, водночас із суттєвим рівнем асиметричності її розподілу поміж учасників ринку.

З точки зору мезотеорій, зокрема теорії ТНК, то донедавна вони мали відносно меншу важливість для вивчення інвестування до емерджентних економік, так як частка прямих іноземних інвестицій в структурі інвестицій до ЕМЕ була не найвищою. Втім після глобальної кризи ситуація змінилась на протилежну [16; 2, 231].

Загалом, потоки капіталу в формі ПІІ тяжіють до економік, які є більш стабільними та мають краще розвинені інститути [14]. Варто зауважити, що в той час, коли потоки капіталу до розвинених країн загалом є більшими, частка ПІІ в потоках капіталу до цих країн є меншою. Іншими словами, ПІІ займають лівову частку в інвестиціях в більш бідні країни, де економічна ситуація є менш стабільною, самі вони – менш відкритими, а фінансові ринки та інститути – слабшими.

В цьому випадку ТНК є певними «замінниками» ринків, тобто вони збільшують обсяги своєї діяльності, якщо знаходять неефективні економіки або знаходять потенціал для створення раніше неіснуючих ринків. Тому, в менш розвинених економіках, країнах ЕМЕ включно потоки капіталу скоріш приймають форму ПІІ через високий рівень невизначеності притаманний таким економікам і, відповідно, через прагнення іноземних інвесторів зменшити рівень цієї невизначеності.

Висновки. Проаналізувавши фактори іноземного інвестування в контексті країн з ринком, що формуються, можна зробити висновок про їх відносну важливість для вказаних ринків. З однієї сторони, використання всіх цих факторів є теоретично та емпірично обґрунтованими, та дозволяє досягти якісних результатів. Варто зауважити, що вказані фактори пояснюють як різницю в обсягах, так і в структурі притоку іноземного капіталу в країні світу. Водночас варіюється і їх відносна важливість в залежності від ступеню розвитку окремої економіки. Так для країн ЕМЕ, які по суті є перехідними між країнами, що розвиваються, та розвиненими країнами, найважливішими є розмір споживчого ринку, темпи економічного зростання, рівень інфляції, рівень відсоткових ставок, дисбаланси державного бюджету, ризикованість інвестицій, «стадна поведінка» інвесторів, «фінансові бульбашки», критерії «портфельне інвестування».

Україна, як «граничний ринок», схожа за своїми якісними характеристиками до країн ЕМЕ, поступаючись їм переважно обсягами капіталізації фондового ринку. Тому результати даного дослідження мають критичне значення для моделювання процесу іноземного інвестування до України. Так наступні дослідження в цій сфері мають бути спрямовані на вивчені впливу зазначених факторів на обсяги притоку іноземного капіталу до України. З практичної точки зору це дозволить створити сприятливий інвестиційний клімат всередині країни, і більше того, отримати кількісну оцінку результатів ефективності економічної політики з точки зору залучення іноземного капіталу. ■

ЛІТЕРАТУРА

1. Історія економічних вчень: Навч. посіб. / [Базилевич В. Д., Гражевська Н. І., Гайдай Т. В., Леоненко П. М., Нестеренко А. П.]. – К.: Знання, 2004. – 1300 с.
2. Міжнародні фінанси: Навч. посіб. / [О. М. Мозговий, Т. Є. Оболенська, Т. В. Мусієць. – К.: КНЕУ, 2005. – 557 с.
3. **Aguilar, C. and H., Vallejo. 2002.** Integracion Economica y Atraccion de Inversion Extranjera Directa: el Caso de America Latina. – Universidad de los Andes-CEDE. Working Paper, April 2002.
4. **Albuquerque, R., Loayza, N. and L., Serven. 2002.** World Market Integration through the Lens of Foreign Direct Investors. Conference materials «The FDI race: Who gets the Prize? Is it worth the Effort?»
5. **Bevan, A. and S. Estrin. 2000.** The Determinants of Foreign Direct Investment in Transition Economies, William Davidson Institute Working Paper 342.
6. **Duran, J. E. 1999.** Los Determinantes de la IED en los Paises de America Latina y el Caribe: Su impacto sobre el Comercio y la Integracion Regional. – ECLAC. Mimeo.
7. **Dasgupta, D. and D., Ratha. 2000.** What Factors Appear to Drive Capital Flows to Developing Countries? and How does Official Lending Respond?. – Policy Research Working Paper 2392, The World Bank. p. 25.
8. **Fernandez-Arias, Ed. and R., Hausmann. 2000.** Foreign Direct Investment: Good Cholesterol? – IADB Working papers, No. 417. p. 132.
9. **Garibaldi, P. N. Mora, R. Sahay and J. Zettelmeyer. 2002.** What Moves Capital to Transition Economies?. – IMF working paper WP/02/64.
10. **Kegley, Charles W., Jr. and Eugene R. Wittkopf. 2001.** World Politics: Trend and Transformation, 8th Edition. Boston: Bedford/St. Martins. – P. 203.
11. **Levy-Yeyati, E., U. Panizza and E., Stein. 2002.** The Cyclical Nature of North-South FDI flows. – IADB working paper. No. 23. – pp. 49–54.
12. **Rodriguez, F. and D. Rodrik. 1999.** Trade Policy and Economic Growth: A Skeptic's Guide to the Cross-National Evidence. – NBER working paper 7081. – p. 58.
13. **Sachs, J. and A. Warner. 1995.** Economic Reform at the Process of Global Integration. – Brookings Papers on Economic Activity. Vol. 3. – No. 2. – p. 41.
14. Economist Intelligence Unit [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://www.eiu.com/public>.
15. World bank [Електронний ресурс]/ Режим доступу: <http://web.worldbank.org>
16. The Global Economic Crisis Alters the Pattern of FDI Flows. [Електронний ресурс]/ Wolassa L. Kumo. – Режим доступу: <http://www.afroarticles.com/article-dashboard/Article/The-Global-Economic-Crisis-Alters-the-Pattern-of-FDI-Flows/214092>.