

Електронне наукове фахове видання "Ефективна економіка" включено до переліку наукових фахових видань України з питань економіки

Ефективна
ЕКОНОМІКА

Дніпропетровський державний
аграрно-економічний університет



№ 5, 2011

[Назад](#)

[Головна](#)

УДК 330.4

Ю. А. Подвисоцький,
асистент кафедри фінансів, національний університет «Києво-Могилянська академія»

АНАЛІЗ ВПЛИВУ ФІНАНСОВИХ ІНВЕСТИЦІЙ НА ЕКОНОМІЧНИЙ РОЗВИТОК КРАЇНИ

В статті визначено поняття фінансових інвестицій, проаналізовано шляхи їх впливу на економічний розвиток країни, розглянуто передумови, що є необхідними для отримання позитивних зовнішніх ефектів від залучення фінансових інвестицій. Здійснено аналіз впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток України із використанням методології багатофакторного регресійного аналізу.

The author defines category of financial investments. The ways of financial investments impact on economic growth is analyzed, as well as basic prerequisites for positive externalities from financial investment inflows. The effect of financial investments on economic growth in Ukraine was investigated based on methodology of multivariate regression analysis.

Ключові слова: фінансові інвестиції, економічний розвиток, шляхи впливу на економічний розвиток, регресійний аналіз

Вступ. Внаслідок обмеження внутрішніх фінансових ресурсів країни (власних ресурсів підприємств, державного бюджету, заощаджень населення), постає необхідність як підвищувати ефективність використання наявних ресурсів так і сприяти надходженню та ефективному використанню міжнародних фінансово-економічних ресурсів. Ключова роль щодо даних процесів належить сфері фінансових інвестицій. В працях вітчизняних та іноземних економістів багато уваги приділено проблемам фінансових інвестицій та економічного розвитку, зокрема як Геєць В.М., Гальчинський А.С., Затонацька Т.Г., Заєць А.П. [1, стор. 117; 2, стор. 17; 3, стор. 92], а також Дж. Даннінг, Дж. Менсінджер, Р. Стейрер [8, 9, 11]. Однак у даній сфері залишається чимало невирішених питань. Зокрема більшість праць не враховують можливих негативних наслідків надходження фінансових інвестицій, не аналізуються необхідні передумови для забезпечення позитивного економічного ефекту від фінансових інвестицій. В даній статті зроблено спробу проаналізувати та висвітлити дані питання.

Постановка задачі. Визначити фінансові інвестиції як окрему економічну категорію, проаналізувати шляхи впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток, статистично перевірити наявність позитивного впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток в Україні, встановити кількісні параметри даного впливу.

Результати. Фінансові інвестиції – це сукупність господарських операцій щодо придбання корпоративних прав, пайових та боргових цінних паперів, деривативів, в яких однією із сторін виступають резиденти країни; фінансові інвестиції можуть супроводжуватися передачею істотної участі в управлінні підприємством – об'єктом інвестування. Дане визначення базується на визначеннях, запропонованих міжнародними фінансовими організаціями, які використовуються Національним Банком України, а також визначеннях, наведених в Податковому Кодексі України [4; 5].

Відповідно до взаємозв'язків «інвестор-підприємство» пропонуємо виділяти шість основних категорій фінансових інвестицій: прямі іноземні інвестиції – іноземний інвестор інвестує в українське підприємство; прямі інвестиції за кордон – український інвестор інвестує в іноземне підприємство; прямі внутрішні інвестиції – український інвестор інвестує в українське підприємство; портфельні іноземні інвестиції – іноземний інвестор інвестує в цінні папери українського походження (крім боргових цінних паперів сектору державного управління) на зовнішніх чи внутрішніх ринках; портфельні інвестиції за кордон – купівля іноземних цінних паперів резидентами України; внутрішні портфельні інвестиції – купівля цінних паперів українського походження резидентами України.

Міжнародною практикою та в цілях досягнення порівнюваності статистичних даних між країнами світу, інвестиції прийнято вважати прямими, якщо частка інвестора дорівнює або перевищує 10% від загальної кількості акцій (або прав власності) з правом голосу. Розрізняють наступні шляхи надходження прямих іноземних інвестицій: шляхом організації нових підприємств (або «зелені інвестиції») та шляхом придбання чи поглинання існуючих компаній (або «коричневі інвестиції»). Якщо створення нових підприємств (або розширення виробничих потужностей вже існуючих підприємств) – це інвестиція в реальні активи, то поглинання існуючих підприємств (в т. ч. і шляхом приватизації) не є інвестицією в реальні активи, оскільки кошти отримані від іноземного інвестора в результаті поглинання можуть бути витрачені як на інвестування так і на споживання.

Доцільно порівнювати масштаби інвестиційної діяльності основних суб'єктів із загальним обсягом прямих іноземних інвестицій, який склав 1 979 млрд. дол. США у 2007р. У зв'язку із світовою фінансовою нестабільністю, у 2008 та 2009 роках обсяги світових прямих іноземних інвестицій знизилися, відповідно, до 1 697 та до 1 114 млрд. дол. США. Очікується поступове поновлення обсягів прямих іноземних інвестицій починаючи з 2010р. – до 1 200 млрд. дол. у 2010 році, подальше зростання до 1 300-1 500 млрд. дол. у 2011 році і досягнення рівня у 1 600 – 2 000 млрд. дол. у 2012 році [14, ст. XVII].

До основних суб'єктів міжнародного ринку фінансових інвестицій належать транснаціональні корпорації, фонди прямих інвестицій, державні інвестиційні фонди.

Транснаціональні корпорації. Транснаціональним вважається підприємство, що здійснює прямі інвестиції та володіє або певним чином контролює економічні процеси більш, ніж в одній країні [1, ст. 29]. На початок 2009 року, за даними ЮНКТАД (Конференція ООН з торгівлі та розвитку) в світі нараховувалося 82 053 материнських ТНК та 807 383 іноземних дочірніх компаній (в СНД – 1 233 материнських ТНК та 11 234 дочірніх компаній, в Україні – 1 материнська ТНК та 367 дочірні компанії) [8, ст. 11]. Світові потоки прямих іноземних інвестицій ТНК склали приблизно 1 386 млрд. дол. у 2008 році (81,7% загального обсягу прямих іноземних інвестицій). Економісти розраховують індекс транснаціональності, який характеризує рівень інтернаціоналізації певного підприємства. Даний індекс розраховується як середнє арифметичне трьох показників – відношення закордонних продаж до сукупних продаж, відношення закордонних активів до сукупних активів, а також відношення кількості працівників в закордонних підрозділах до загальної кількості працівників підприємства [1, ст.61].

Фонди прямих інвестицій та інститути спільного інвестування. Світові потоки прямих інвестицій даних установ становили 291 млрд. дол. в 2008 році (17,1% їх загального обсягу).

Державні інвестиційні фонди. Це урядові інвестиційні заклади, які фінансуються шляхом накопичення валютних резервів і керуються окремо від офіційних резервів національного банку. Державні інвестиційні фонди характеризуються вищими очікуваннями щодо прибутку, а також вищою допустимою межею ризику, ніж офіційні резерви, які управляються національним банком. Прямі іноземні інвестиції, здійснені державними інвестиційними фондами, склали 20 млрд. дол. в 2008р. (близько 1,2% їх загального обсягу), активи склали 3 900 млрд. дол. на кінець 2008р. [13, ст. 22]. У 2008 році було затверджено «Загальноновизнані принципи та практики» (або Принципи Сантьяго) діяльності державних інвестиційних фондів. Принципи Сантьяго покликані забезпечити прозорість діяльності державних фондів та забезпечити економічні та фінансові вигоди для приймаючих країн.

Зуважимо, що переваги, які отримує країна-імпортер інвестицій в короткостроковому періоді не завжди з часом трансформуються в довгострокові переваги. Іноземні інвестори можуть просто ефективно експлуатувати наявні переваги країни-імпортера інвестицій. Завданням економічної політики такої країни в даному випадку є забезпечення умов для досягнення довгострокових переваг. Існує ряд чинників, які є визначальними для успішності цього процесу: наявність торговельних бар'єрів; економічна конкурентоспроможність; сприятливе інвестиційне середовище; стратегії ТНК щодо даної країни.

Залучення фінансових інвестицій може мати ряд негативних наслідків, при чому, як для країни-імпортера інвестицій, так і для країни, що здійснює інвестування [8, ст. 3]. Причини негативних наслідків для країни-реципієнта є наступними:

- Зростання частки іноземного капіталу не обов'язково означає зростання обсягу реального необоротного капіталу. Виходячи з технологічних переваг підвищення середньої продуктивності відбувається за умови надходження одиниці капіталу з продуктивністю вище середньої. Наприклад, додаткове залучення прямих іноземних інвестицій може також призводити до витіснення місцевих фірм з ринку. Якщо надходження прямих іноземних інвестицій призводить до

витіснення місцевих фірм, що знаходяться на низькому рівні продуктивності, середній рівень продуктивності місцевих компаній зростає. Негативним буде лише зменшення зайнятості. Однак, якщо надходження прямих іноземних інвестицій буде призводити до витіснення найкращих місцевих компаній, оскільки ті обслуговують такий самий ринковий сегмент, як і компанія-інвестор, в такому випадку середня продуктивність місцевих компаній погіршиться одночасно із погіршенням ситуації зайнятості на даному сегменті ринку.

- Надходження фінансових інвестицій зменшує стимули для інвестування місцевими компаніями через збільшення вартості капіталу, переманювання висококваліфікованих робітників. Зростання продуктивності, в тому числі і людського капіталу, як правило, супроводжується вивільненням робочої сили. Скорочення зайнятості на ряду із низькими темпами росту заробітних плат можуть призвести до загального скорочення попиту, і як наслідок випуску продукції в даному регіоні або країні. Проблема може ускладнюватись за умови, що даний сектор є експортно-орієнтованим, а використовує значну частку імпортованих проміжних продуктів. Графічно, загальний вплив прямих іноземних інвестицій на економічний розвиток наведено на Рис. 2.8. Загальний вплив залежить від співвідношення впливу зазначених факторів. Наприклад, якщо переважатимуть непрямі негативні ефекти, то загальний вплив буде від'ємним.

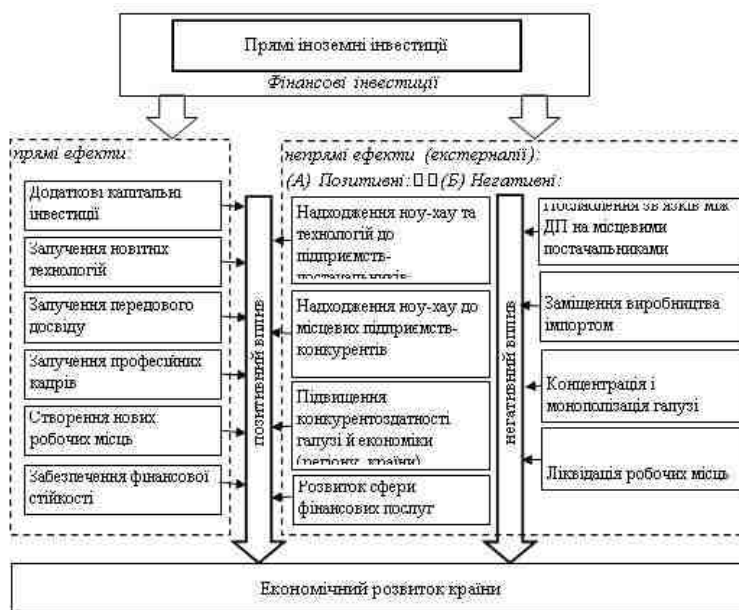


Рис. 1. Шляхи впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток

Деякі дослідження, проведені західними економістами підтверджують той факт, що за певних умов фінансові інвестиції можуть сповільнювати економічний розвиток.

Дослідження, проведене Дж. Менсінджером у 2003 році із застосуванням тесту причинно-наслідкового зв'язку Гранджера, виявило від'ємну залежність між прямими іноземними інвестиціями та економічним зростанням у восьми країнах Центральної та Східної Європи протягом 1994-2001 років [8, ст. 2]. Негативний вплив прямих іноземних інвестицій на економічний розвиток у даних країнах у 1994-2001 роках пояснюється характером іноземних інвестицій, який тоді переважав – переважно частину прямих іноземних інвестицій становили не інвестиції в нові підприємства (greenfield investments), а поглинання та приватизація місцевих підприємств іноземними інвесторами. Було виявлено такі можливі негативні наслідки впливу фінансових (прямих іноземних) інвестицій на економічний розвиток:

- Фінансові інвестиції не призводять до зростання валового нагромадження капіталу, якщо переважаючими формами інвестування є поглинання та поспішна й непрозора приватизація місцевих компаній, а не створення нових підприємств.
- Надходження фінансових інвестицій корелює із погіршенням дефіциту рахунку поточних операцій (через погіршення товарного балансу), якщо надходження коштів від поглинання місцевих компаній спрямовуються на імпорт споживчих товарів.
- В довгостроковому періоді, репатріація іноземним інвестором прибутків (у вигляді дивідендів чи шляхом застосування спеціальних схем) також впливає на погіршення рахунку поточних операцій.
- Надходження фінансових інвестицій може корелювати із зростанням іноземного боргу, оскільки підприємства з іноземними інвестиціями мають кращі кредитні рейтинги й більше можливостей залучати іноземне боргове фінансування, особливо в умовах недостатнього розвитку місцевої фінансової системи;
- Інвестиції можуть не призводити до «ефектів перетікання» (див. табл. 1).

Таблиця 1. Причини відсутності позитивних екстерналій від фінансових інвестицій

Шляхи впливу	Причини відсутності позитивних екстерналій
Передача технологій та ноу-хау	- Неспроможність місцевих компаній інвестувати в засвоєння іноземних технологій та навичок - Значна концентрація галузі (галузь представлена одним або кількома підприємствами)
Розвиток та реструктуризація підприємств	- Спеціалізація підприємства в межах ТНК, перехід до використання іноземних проміжних товарів, послаблення зв'язків із місцевими компаніями - Застосування трансферного ціноутворення та оптимізації оподаткування зменшує бюджетні надходження
Сприяння інтеграції в міжнародну торгівлю	- Концентрація інвестицій в сфері торгівлі та фінансів призводить до переважного зростання імпорту, порівняно із експортом
Сприяння конкуренції в приватному секторі	- Значна концентрація галузі (галузь представлена одним або кількома підприємствами) - Інвестиції можуть призвести до витіснення національних виробників із ринку
Сприяння формуванню людського капіталу	- Залучення іноземних, а не місцевих, фахівців на управлінські позиції - Формування людського капіталу – це довгостроковий процес, пов'язаний із соціальним та політичним розвитком країни

Позитивні екстерналії від фінансових інвестицій в українську економіку виявляються при наявності певних передумов. Основними передумовами є наступні:

- Достатня здатність місцевих виробників інвестувати в переймання та засвоєння іноземних технологій та навичок;
- Наявність достатньої конкуренції в галузях, в які залучаються прямі іноземні інвестиції, проведення справедливої конкурентної політики в країні;
- Збереження та розвиток ділових зв'язків між підприємствами з іноземними інвестиціями та місцевими підприємствами без іноземних інвестицій;
- Відсутність концентрації фінансових інвестицій в сферах торгівлі та фінансів, їх надходження в галузі обробної промисловості;
- Стимулювання інвестицій у створення нових підприємств, а також створення нових виробничих потужностей на існуючих підприємствах.

Сумарна дія усіх чинників, деякі з яких можуть впливати на економічний розвиток негативно, а деякі позитивно, відображає багатогранний вплив фінансових інвестицій на економічний розвиток країни-імпортера інвестицій, зокрема України.

Виявити фактичну наявність чи відсутність впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток країни, виявити наявні кількісні залежності, можна лише шляхом застосування методології багатofакторного регресійного аналізу даних.

Для визначення впливу фінансових інвестицій на економічний розвиток на прикладі України, було запропоновано і проаналізовано квартальну модель залежності ВВП від фінансових інвестицій. Зазначену модель проаналізовано як в абсолютних одиницях (рівняння 1) так і у відносних одиницях чи логарифмах (рівняння 2). Для аналізу використовувалися квартальні дані за період з 2002 по 2010 рік (всього 36 кварталів).

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 FI_t + \sum_{i=1}^8 \delta_i FI_{t-i} + \beta_2 T_t + \beta_3 Q3_t + \beta_4 Q4_t + e_t \quad (1)$$

$$\ln(Y_t) = \beta_0 + \beta_1 \ln(FI_t) + \sum_{i=1}^8 \delta_i \ln(FI_{t-i}) + \beta_2 T_t + \beta_3 Q3_t + \beta_4 Q4_t + e_t \quad (2)$$

Де, Y_t – ВВП України в млн. дол. США; FI_t – чистий обсяг залучених фінансових інвестицій за квартал (сума чистого обсягу прямих іноземних інвестицій та

портфельних інвестицій) в млн. дол. США; $\sum_{i=1}^8 \delta_i FI_{t-i}$ – усі лагові значення залучених фінансових інвестицій за попередні 2 роки (8 кварталів); T_t – це змінна для позначення порядкового номеру періоду, $Q3$ та $Q4$ – це допоміжна змінна для позначення, відповідно, третього та четвертого кварталу.

Результати оцінювання рівняння (1) та рівняння (2), відповідно, представлено у таблиці 2 та таблиці 3.

Таблиця 2.
Коефіцієнти моделі у абсолютних величинах

Залежна змінна: <i>Gdp</i>				
Враховано спостережень: 28				
Змінна	Коеф.	Сер.кв.відх	t-статистика	Ймовірність
<i>Nfinv</i>	1,2262	0,6112	2,01	0,062
<i>Nfinv(L2)</i>	1,0740	0,6096	1,76	0,097
<i>Nfinv(L4)</i>	1,4077	0,6120	2,30	0,035
<i>q3</i>	6597,026	2629,806	2,51	0,023
<i>period</i>	570,4558	183,1658	3,11	0,007
<i>_cons</i>	4171,754	3522,678	1,18	0,254
R ²	0.8486			
R ² - скоригований	0.7446			

Отримані параметри рівняння (1) підтверджують суттєвий вплив фінансових інвестицій на економічний розвиток (показник ВВП), оскільки коефіцієнти фінансових інвестицій виявилися статистично значимими при рівні значущості 10% - фінансові інвестиції поточного кварталу, фінансові інвестиції з лагом 2 (залучені 6 місяців тому) та фінансові інвестиції з лагом 4 (залучені 12 місяців тому). Показник детермінації (скоригований) дорівнює 74,5%, що свідчить про високий рівень пояснювальної здатності моделі.

Інтерпретація результатів. При збільшенні *Nfinv*, *Nfinv(L2)* та *Nfinv(L4)* на 1 млн. дол., ВВП країни збільшиться, відповідно, на 1,22 млн. дол., 1,07 млн. дол. та 1,41 млн. дол. (разом 3,7 млн. дол.) Іншими словами, кожен мільйон доларів фінансових інвестицій призводить до зростання ВВП на 1,22 мільйони доларів у поточному періоді, а також до додаткового зростання ВВП на 1,07 млн. доларів через 6 місяців та на 1,41 млн. доларів через 12 місяців. Інтерпретація змінної *Q3* – за третій квартал ВВП України в середньому на 6597 млн. дол. вищий, ніж за інші квартали. Інтерпретація змінної *period* – шоку кварталу номінальний ВВП України зростає в середньому на 570 млн. дол. внаслідок дії інших факторів (інфляція, капітальні інвестиції не пов'язані із залученими фінансовими інвестиціями, тощо).

Таблиця 3.
Коефіцієнти моделі у відносних величинах (логарифмах)

Залежна змінна: <i>lnGdp</i>				
Враховано спостережень: 19				
Змінна	Коеф.	Сер.кв.відх	t-статистика	Ймовірність
<i>lnNfinv</i>	0,0754	0,0454	1,66	0,131
<i>lnNfinv(L2)</i>	0,0782	0,0373	2,10	0,065
<i>lnNfinv(L4)</i>	0,0781	0,0371	2,11	0,064
<i>q3</i>	0,3534	0,1231	2,87	0,018
<i>q4</i>	0,1937	0,1047	1,85	0,097
<i>period</i>	0,0157	0,0067	2,36	0,043
<i>_cons</i>	7,5547	0,6034	12,52	0,000
R ²	0.8386			
R ² - скоригований	0.6771			

Проведений аналіз рівняння (2) підтверджує вплив фінансових інвестицій на економічний розвиток, статистично значимими при рівні значущості 10% виявилися фінансові інвестиції з лагом 2 (залучені 6 місяців тому) та фінансові інвестиції з лагом 4 (залучені 12 місяців тому). Показник детермінації (скоригований) дорівнює 67,7%, що також свідчить про належний рівень пояснювальної здатності моделі.

Інтерпретація результатів. При збільшенні *lnNfinv* (*lnNfinv(L2)* та *lnNfinv(L4)*) на 1%, ВВП країни збільшиться на 0,075% (0,0781% та 0,0782%). Збільшення надходження фінансових інвестицій на 1% призводить до зростання ВВП на 0,075% у поточний період, а також до додаткового зростання ВВП на 0,0781% через 6 місяців та додаткового зростання на 0,0782% через 12 місяців (всього на 0,23%). Коефіцієнти даного рівняння є низькими, оскільки абсолютні обсяги фінансових інвестицій є непропорційно меншими по відношенню до ВВП країни, в результаті цього і спостерігається «низька» еластичність. При зростанні процентного відношення фінансових інвестицій до ВВП еластичність буде значно вищою. Інтерпретація змінних *Q3* та *Q4* – за 3^{ій} та 4^{ій} квартал ВВП України в середньому на, відповідно, 35% та 19% вищий, ніж за 1^{ий} та 2^{ий} квартал того ж року. Інтерпретація змінної *period* – кожного кварталу номінальний ВВП України зростає на 1,57% внаслідок дії інших факторів (інфляція, капітальні інвестиції не пов'язані із залученими фінансовими інвестиціями, тощо).

Висновки. Для того, щоб фінансові інвестиції стали джерелом економічного розвитку, необхідні передумови – наявність достатньої конкуренції в галузях, в які надходять інвестиції, здатність виробників інвестувати в засвоєння новітніх технологій, дієва та справедлива конкурентна (антимонопольна) політика в країні, збереження ділових зв'язків між підприємствами, що ввійшли до складу міжнародних компаній, та місцевими підприємствами. Відсутність концентрації фінансових інвестицій в сферах торгівлі та фінансів, їх надходження в галузі обробної промисловості. При відсутності даних передумов, фінансові інвестиції можуть негативно впливати на економічний розвиток як в коротко- так і в довгостроковому періоді. Проведений регресійний аналіз для України показує суттєвий позитивний вплив залучених фінансових інвестицій на економічний розвиток у поточному та у наступних періодах, що свідчить про необхідність підвищувати ефективність механізмів залучення фінансових інвестицій.

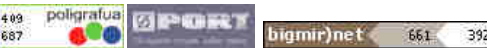
Список використаних джерел

1. Економіка України: Стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В.М.Гейця. - К.: Фенікс, 2003. - 206 с.
2. Гальчинський А.С. Іноземні інвестиції: проблеми та перспективи // Дзеркало тижня. - 2005. - N 36 (564)
3. Затонацька Т.Г. Інвестиційна складова економічної безпеки України / Затонацька Т., Ставицький А. // Наукові праці НДФІ 3(44). – 2008. с.92-99.
4. «Платіжний баланс і зовнішній борг України. 2010 рік», щоквартальне аналітично-статистичне видання НБУ, К.: НБУ, 2011. – 105с.
5. Податковий кодекс України: за станом на 7 лютого 2011 р./ Всеукраїнська асоціація видавців «Правова єдність». – Відповідає офіційному текстові – К.: Алерта;

ЦУЛ, 2011. – 423 с.

6. Подвисоцький Ю.А. Прямі іноземні інвестиції в Україні та фактори, що на них впливають. / Подвисоцький Ю.А. // Вісник Сумського національного аграрного університету. Серія «Фінанси і кредит», 2008. № 2. – с. 245-249.
7. Checklist for Foreign Direct Investment Incentive Policies. OECD – Organization for Economic Cooperation and Development. – 2003. – 39 p.
8. Dunning J. Multinational Enterprises and the Global Economy, Second Edition. Edward Elgar Publishing Limited. Cheltenham, UK, Northampton, MA, USA. 2008. – 946 p.
9. Mencinger J. Does Foreign Direct Investment Always Enhance Economic Growth? / Mencinger J. // Working paper. EIPF and University of Ljubljana – 2003 – 21 p. – Режим доступу: [http://ideas.repec.org/a/blu/kyklos/v56y2003i4p491-508.html]
10. Solow R. Contribution to the Theory of Economic Growth / R. Solow // Quarterly Journal of Economics. – 1956. –Vol. 70. – No.1. – P. 65–94.
11. Stehrer R. Attract FDI! – A Universal Golden Rule? Empirical Evidence for Europe and Asia / Stehrer R., Woerz J. // Paper for the DIME workshop on Dynamics of Knowledge Accumulation –2006.– 24p.
12. Wang J-Y. Growth, technology transfer, and the long-run theory of international capital movements / Wang J-Y.// Journal of International Economics. No 29. – 1990. – P.255-271.
13. World Investment Prospects Survey 2009-2011, United Nations Conference on Trade and Development, New York, Geneva, 2009. – 85 p.
14. World Investment Report 2010: Investing in a Low-Carbon Economy, United Nations Conference on Trade and Development, New York, Geneva, 2010. – 184 p.

Стаття надійшла до редакції 10 травня 2011 року.



ТОВ "ДКС Центр"