

## Аналіз взаємозв'язку і взаємовпливу економічного росту та іноземних інвестицій

АНОТАЦІЯ: У статті автором висвітлено взаємозв'язок між інвестиціями і економічним зростанням. побудовано економіко-математичну модель залежності ВВП і інвестицій в основний капітал. Розраховано баланс інвестиційних коштів для економіки України.

КЛЮЧОВІ СЛОВА: Економічне зростання, іноземні інвестиції, лінійно-регресійна модель.

### Вступ

Інвестиції — це складне та змістовне поняття, що інтегрує в собі різні економічні процеси, які впливають на виробництво, розподіл, обмін і споживання, тобто вони є фундаментальною основою суспільного економічного відтворення. Між темпами економічного зростання, наявністю інвестиційних ресурсів в економіці і частиною заощаджень існує пряма залежність.

Недостатній і неякісний рівень заощаджень в Україні порушує замкнуте коло проблем. Нестача заощаджень породжує: → нестачу інвестицій → невідповідність якості основного капіталу → низькі обсяги випуску і низьку якість продукції → низькі доходи → нестачу заощаджень → нераціональну пропорцію в розподілі доходу між споживанням і заощадженням → національну інституційну структуру розподілу заощаджень.

Теоретичні питання щодо характеру зв'язку між інвестиціями та конкурентоспроможністю та місця інвестицій у контексті конкурентної політики держави, зокрема й з урахуванням ринково-трансформаційних процесів в економіці, мають досить високу ступінь наукової розробки. У цьому ключі можна виділити макромоделі Дж. Кейнса, В. Фрідмана, С. Фішера, Харрода — Домара, Р. Солоу, Кобба — Дугласа та ряду інших, в яких інвестиційна діяльність є одним із важливіших макропараметрів моделювання економічного розвитку. Дана проблематика знайшла широке відображення й у працях вітчизняних науковців<sup>1</sup>.

\* Олексій Валерійович Субочев — канд. екон. наук, доцент кафедри міжнародних фінансів ДВНЗ «Київський національний економічний університет імені Вадима Гетьмана»

<sup>1</sup> Див., наприклад: Гальчинський А., Геєць В., Семиноженко В. Україна: наука та інноваційний розвиток. — К., 1997; Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004—2015 роки) «Шляхом Європейської інтеграції» / Авт. кол.: А. С. Гальчинський, В. М. Геєць та ін.; Нац. ін-т стратег. дослідж., Ін-т екон. прогноз. НАН України, М-во економіки та з питань європ. інтегр. України. — К.: ІВІ Держкомстату України, 2004; Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В. М. Геєця. — К: Ін-т екон. прогноз.; Фенікс, 2003; Конкурентоспроможність національної економіки / За ред. д-ра екон. наук Б. Є. Кваснюка. — К.: Фенікс, 2005.

Метою статті є висвітлення взаємозв'язку між інвестиціями і економічним зростанням, побудова економіко-математичної моделі залежності ВВП і інвестицій в основний капітал та розрахунок балансу інвестиційних коштів для економіки України.

### Взаємозв'язок інвестиції і економічного зростання

Статистична база показників розвитку економіки України підтверджує дану гіпотезу. Так, з розрахунків динаміки валового внутрішнього продукту України за 2000–2009 рр. (табл. 1) видно, що найбільші темпи приросту ВВП були зафіксовані у 2004 році – на рівні 12,2 %. У той же час, найгірший показник динаміки ВВП за 2000–2009 рр. виявився у 2009 році, коли спостерігалось його падіння на –15,1 % до попереднього року.

Якщо проаналізувати зміну валових заощаджень в Україні за 2000–2009 рр. (табл. 2), то можна побачити що найвищий темп приросту реальних валових заощаджень, тобто з урахуванням інфляції спостерігалися у 2004 р. на рівні 28 %. Також у цьому році частка валових заощаджень у ВВП була найбільшою за весь період що спостерігається – 31,8 %.

Щодо падіння обсягів заощаджень, то саме різке їх зменшення відбулося у 2009 р., – 32 % темпу приросту реальних валових заощаджень до попереднього періоду – з 153,556 млн грн у 2008 році до 133,461 млн грн у 2009 р., в абсолютних показниках.

Таблиця 1

ДИНАМІКА ВАЛОВОГО ВНУТРІШНЬОГО ПРОДУКТУ (ВВП) УКРАЇНИ, 2000–2009 рр. (у фактичних цінах)

Рік	ВВП, номінальний, млн грн	Індекс дефлятор ВВП, %	ВВП, реальний, млн грн	ВВП, % до попереднього року	Темп приросту ВВП до попереднього року, %	ВВП, % до 1990 року
2000	170.070	123,1 (1,231)	138.156	105,9	-	43,2
2001	204.190	109,9 (1,099)	185.796	109,2	+ 9,2	47,2
2002	225.810	105,1 (1,051)	214.853	105,2	+ 5,2	49,7
2003	267.344	108,0 (1,080)	247.541	109,6	+ 9,6	54,4
2004	345.113	115,1 (1,151)	299.838	112,1	+ 12,2	61,0
2005	441.452	124,5 (1,245)	354.580	102,7	+ 2,7	62,7
2006	544.153	114,8 (1,148)	474.001	107,3	+ 7,3	67,3
2007	720.731	122,7 (1,227)	587.393	107,9	+ 7,9	72,6
2008	948.056	128,6 (1,286)	737.213	102,3	+ 2,3	74,2
2009	914.720	113,7 (1,137)	804.503	84,9	-15,1	63,0

Джерело: розраховано за даними: Статистичний щорічник України, 2009 рік. – К.: Держкомстат України, 2010 р.

Таблиця 2

**ЗМІНА ВАЛОВИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ В УКРАЇНИ,  
2000–2009 рр. (у фактичних цінах)**

Рік	Валові заощадження, номінальні (ВЗн), млн грн	Індекс дефлятор, %	Валові заощадження, реальні (ВЗр), млн грн	Частка ВЗн у ВВП(н), %	Темп приросту ВЗр, % до попереднього року	ВЗр / ВЗн, %
2000	41.896	123,1 (1,231)	34.034	24,6	–	81,2
2001	52.248	109,9 (1,099)	47.541	25,9	+13,5	91,0
2002	62.632	105,1 (1,051)	59.593	27,7	+14,1	95,1
2003	74.330	108,0 (1,080)	68.824	27,8	+9,9	92,6
2004	109.808	115,1 (1,151)	95.402	31,8	+28,3	86,9
2005	113.362	124,5 (1,245)	91.054	25,7	–17,0	80,0
2006	126.980	114,8 (1,148)	110.610	23,3	–2,4	87,1
2007	177.217	122,7 (1,227)	144.431	24,6	+13,7	81,5
2008	197.473	128,6 (1,286)	153.556	20,8	–13,4	77,8
2009	151.746	113,7 (1,137)	133.461	16,6	–32,4	87,9

Джерело: розраховано за даними: Статистичний щорічник України, 2009 рік. – К.: Держкомстат України, 2010 р.

І, нарешті, остання ланка взаємопов'язаної системи – інвестиції (табл. 3). Статистичні показники зміни інвестицій в основний капітал за 2000–2009 роки теж підтверджують ті ж самі тенденції, що спостерігалися у попередніх емпіричних даних.

Так, найбільший темп приросту інвестицій в основний капітал були зафіксовані у 2004 році – на рівні 29,0 %, найгірший показник динаміки виявився у 2009 році, коли спостерігалось його падіння на –43,0 % до попереднього року, з 181.245 млн грн до 132.961 млн грн з урахуванням індексу дефлятора.

Таблиця 3

**ЗМІНА ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ  
в 2000–2009 рр. (у фактичних цінах)**

Рік	Інвестиції в основний капітал (ОК), номінальні млн грн	Індекс дефлятор, %	Інвестиції в основний капітал (ОК), реальні млн грн	Частка ОК у ВВП(н), %	Темп приросту ОК, % до попереднього року	ОКр / ОКн, %
2000	23.629	123,1 (1,231)	19.195	13,9	–	81,2
2001	32.573	109,9 (1,099)	29.639	15,9	+25,4	91,0
2002	37.178	105,1 (1,051)	35.374	16,5	+8,6	95,1

2003	51.011	108,0 (1,080)	47.232	19,1	+27,0	92,6
------	--------	---------------	--------	------	-------	------

*Закінчення табл. 3*

Рік	Інвестиції в основний капітал (ОК), номінальні млн грн	Індекс дефлятор, %	Інвестиції в основний капітал (ОК), реальні млн грн	Частка ОК у ВВП(п), %	Темп приросту ОК, % до попереднього року	ОК <sub>р</sub> / ОК <sub>н</sub> , %
2004	75.714	115,1 (1,151)	65.781	21,9	+29,0	86,9
2005	93.096	124,5 (1,245)	74.776	21,1	-1,0	80,3
2006	125.254	114,8 (1,148)	109.106	23,0	+17,2	87,1
2007	188.486	122,7 (1,227)	153.615	26,2	+22,6	81,5
2008	233.081	128,6 (1,286)	181.245	24,6	-3,8	77,8
2009	151.177	113,7 (1,137)	132.961	16,5	-43,0	87,9

*Джерело:* розраховано за даними: Статистичний щорічник України, 2009 рік. – К.: Держкомстат України, 2010.

### **Економіко-математична модель взаємозалежності ВВП та інвестицій**

Емпіричні дані табл. 1–3, дають можливість змоделювати динаміку ВВП за факторами заощаджень та інвестицій. Підґрунтям для цього є методи регресійного аналізу.

Під регресією розуміють однобічну стохастичну залежність однієї випадкової змінної від іншої чи кількох інших випадкових змінних. Таким чином, регресія встановлює відповідність між випадковими змінними. Кожному значенню  $x$  відповідає множина значень  $y$  і навпаки, кожному значенню  $y$  відповідає множина значень  $x$ . Однобічна стохастична залежність виражається за допомогою функції, яка на відміну від строгої математичної залежності називається функцією регресії чи просто регресією.

Функція регресії формально встановлює відповідність між змінними, хоча вони можуть і не бути у причинно-наслідкових зв'язках. За кількістю змінних, уведених у регресійне рівняння, розрізняють просту (парну) та множинну (багатофакторну) регресії. Відносно форми залежності моделі діляться на лінійну та нелінійну регресії.

Статистичні показники інвестиційної діяльності, відбиваючи об'єктивну взаємозумовленість і взаємозалежність окремих її сторін, можуть перебувати в таких видах зв'язку: балансовому, компонентному, факторному<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Айвазян С., Мхитарян В. Прикладная статистика и основы эконометрики. — М.: Финансы и

Факторні зв'язки можна розглядати як функціональні та кореляційні. Функціональний зв'язок в економіці є рідкісним, майже винятковим, тому нас у першу чергу цікавитиме кореляційний аналіз зв'язків між обсягами і динамікою заощаджень, інвестицій в основний капітал та обсягами ВВП в економіці України<sup>1</sup>.

За кореляційного зв'язку зміна результативної ознаки  $y$  зумовлена впливом факторної ознаки  $x$  не в цілому, а лише частково, тому що можливий вплив множини інших факторів  $\varepsilon$ :

$$y = \psi(x) + \varepsilon. \quad (1)$$

За кореляційного зв'язку для одного і того ж значення факторної ознаки можливі різні значення результативної ознаки. Це можна пояснити наявністю інших факторів, які можуть бути різними за складом, напрямом і рівнем впливу на окремі (індивідуальні) одиниці статистичної сукупності. Таким чином, характерною особливістю кореляційних зв'язків є те, що вони мають прояв не в одиничних випадках, а у масових явищах.

Після побудови лінійної регресійної моделі необхідно оцінити щільності зв'язку між результативною та факторною змінними. Для цього необхідно розрахувати коефіцієнт кореляції  $R$ , який характеризує ступінь щільності лінійної залежності між випадковими величинами  $(x, y)$ .

Додатне значення коефіцієнта кореляції свідчить про наявність прямого зв'язку між змінними, а від'ємне — зворотного зв'язку. Якщо коефіцієнт кореляції прямує до  $\pm 1$ , то йдеться про наявність щільного зв'язку між змінними. У той же час, коли він прямує до нуля, тим слабкіший зв'язок між факторами.

З метою дослідження впливу інвестицій на економічне зростання країни проведено регресійний аналіз зв'язку між обсягами інвестицій в основний капітал та обсягами ВВП у країні та зв'язку між заощадженнями та інвестиціями в основний капітал. Для проведення дослідження приймаємо, що обсяги ВВП є функцією від обсягів інвестицій, а на обсяги інвестицій впливає рівень заощаджень. У загальному вигляді ці функції мають вид:

$$\text{ВВП} = f(\text{Інвестиції в основний капітал});$$

$$\text{Інвестиції в основний капітал} = f(\text{Заощадження}) \quad (2)$$

У першій функції результуючим фактором ( $y$ ) прийнято обсяг ВВП (млн грн). Фактором-чинником ( $x$ ) слугують обсяги інвестицій в основний капітал в економіці України (млн грн). У другій функції результуючим фактором ( $y$ ) прийнято обсяг інвестицій в

---

статистика, 2003.

<sup>1</sup>Додатери К. Введение в эконометрику. - М.: Финансы и статистика, 1999

основний капітал в економіці України (млн грн). Фактором-чинником ( $x$ ) слугують обсяги заощаджень. У результаті побудовано дві лінійні однофакторні регресії:

$$y = a_0 + a_1x_1; \quad (3)$$

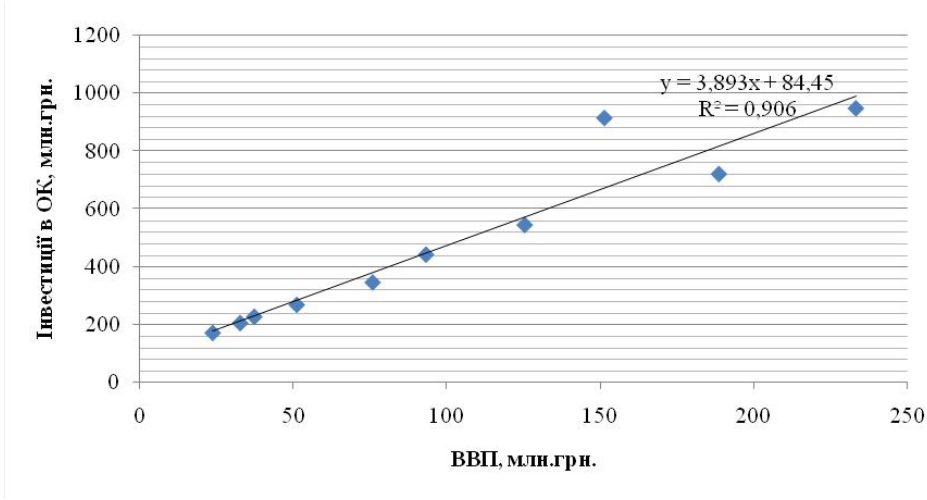


Рис. 1. Взаємозв'язок між ВВП та інвестиціями в основний капітал

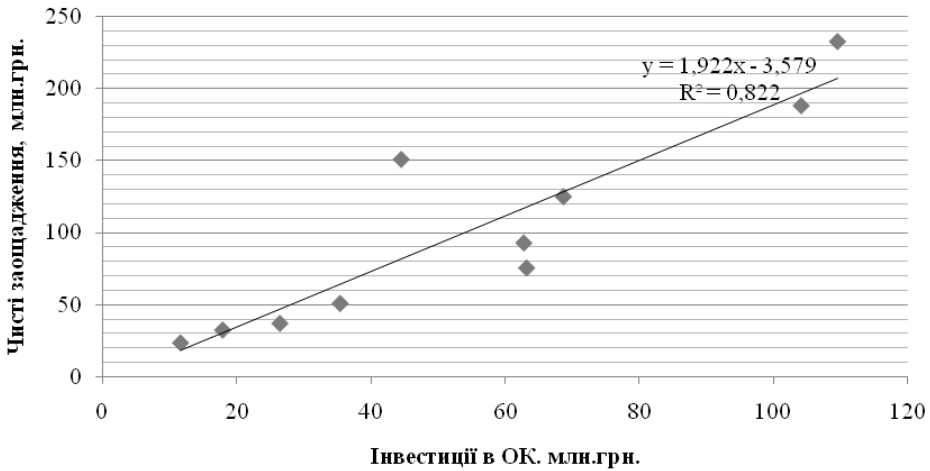


Рис. 2. Взаємозв'язок між інвестиціями в основний капітал і чистими заощадженнями

Економіко-математичні моделі, що характеризують залежність обсягів ВВП країни від інвестицій в основний капітал і залежність обсягів інвестицій в основний капітал від обсягів заоща-

джені, отримані в результаті розрахунків, представлені математичними виразами в табл. 4.

Таблиця 4

**ЕКОНОМІКО-МАТЕМАТИЧНА МОДЕЛЬ ЗАЛЕЖНОСТІ ОБСЯГІВ  
ВВП КРАЇНИ ВІД ОБСЯГІВ ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ  
І ЧИСТИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ, 2000–2009 РР.**

Економіко-математична модель	Коефіцієнт детермінації $R^2$ , коефіцієнт кореляційного зв'язку $R$
$y = 3,893 \cdot x + 84,45$	$R^2 = 0.906,$ $R = 0.952$
$y = 1,922 \cdot x - 3,579$	$R^2 = 0.822,$ $R = 0.906$

Слід зазначити, що отримані моделі адекватні експериментальним даним. Статистичні характеристики цих моделей значущі відповідно до  $F$ -критерію Фішера, мають високі значення коефіцієнтів  $R^2$  і  $R$ , що дає змогу на цій підставі робити економічні висновки.

Коефіцієнт кореляції  $R = 0,9$  свідчить про високу щільність зв'язку між даними, розрахованими за рівнянням регресії та емпіричними даними. Наведені моделі свідчать, що є прямий взаємозв'язок між обсягом ВВП та обсягом інвестицій. Іншими словами, збільшення інвестицій позитивно впливає на обсяг ВВП.

Згідно проведених розрахунків, результати яких приведено в табл. 5, зростання ВВП на 8 % потребує збільшення інвестицій в основний капітал на 56 %. У свою чергу, такий обсяг може бути забезпечено збільшенням чистих заощаджень на 179 %. Якщо цільовий показник росту ВВП складає 12 %, то це потребує збільшення інвестицій в основний капітал на 60 %, що, в свою чергу, може бути забезпечено збільшенням чистих заощаджень на 186 %.

Таблиця 5

**РОЗРАХУНОК ЗАЛЕЖНОСТІ ОБСЯГІВ ВВП КРАЇНИ ВІД ОБСЯГІВ  
ІНВЕСТИЦІЙ В ОСНОВНИЙ КАПІТАЛ І ЧИСТИХ ЗАОЩАДЖЕНЬ**

Цільовий ВВП	Необхідні інвестиції в ОК	Необхідні чисті заощадження
8 % ВВП =	+56 % Інвестиції в ОК =	+179 % Чисті заощадження =
12 % ВВП =	+60 % Інвестиції в ОК =	+186,2 % Чисті заощадження =

Виходячи з викладеного, можна зробити висновок, що за існуючих умов швидке економічне зростання за рахунок фінансування лише внутрішніх заощаджень не є можливим. Тому приплив іноземних інвестицій, особливо прямих є не просто бажаним явищем, а й необхідним.

### **Баланс інвестиційних коштів для економіки України**

Особливістю сучасної інвестиційної моделі розвитку України є слабе залучення в економіку іноземного капіталу. Продовжується істотне відставання в цієї сфері від інших країн Центральної та Східної Європи (табл. 6). Так, наприклад за підрахунками Європейського банку реконструкції та розвитку, кумулятивний показник обсягу прямих іноземних інвестицій в Україні на початок 2010 року становив 1000 доларів США на душу населення, тоді як у Чехії – 7418 доларів США, Болгарії – 6226, Казахстані – 3706, Польщі – 3155, Румунії – 2350 доларів США.

*Таблиця 6*

#### **ОБСЯГ ПІІ В УКРАЇНІ НА ПОЧАТОК 2010 Р. НА ДУШУ НАСЕЛЕННЯ**

Країна	Кумулятивний показник
Чехія	7.418
Болгарія	6.226
Казахстан	3.706
Польща	3.155
Румунія	2.350
Україна	1.000

*Джерело:* Європейській Банк Реконструкції та Розвитку, <http://www.ebrd.com>

Сума прямих іноземних інвестицій на душу населення, що накопичена, ставить Україну в складну економічну ситуацію. На цьому рівні ПІІ є лише не великою часткою від того, що реально потребує Україна для реструктуризації і модернізації, економіки, і, таким чином, для переходу для сталого економічного зростання. Більше того, програма приватизації, як одне з потенційних джерел ПІІ, поки що не змогла залучити великих обсягів іноземних інвестицій, як на це сподівався уряд.

За даними Держкомстату, у 2010 році в економіку України іноземними інвесторами вкладено 5986,0 млн дол. США прямих інвестицій. З країн ЄС надійшло 4605,8 млн дол. США (76,9 %



загального обсягу), з країн СНД — 849,2 млн дол. США (14,2 %), з інших країн світу — 531,0 млн дол. США (8,9 %). У той же час капітал нерезидентів зменшився на 809,7 млн дол. США. Приріст сукупного обсягу іноземного капіталу в економіці країни, з урахуванням його переоцінки, утрат, курсової різниці тощо, за 2010 р. становив 4.655,0 млн дол. США.

Загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, унесених в Україну, станом на 1 січня 2011 р. склав 44 708,0 млн дол. США, що лише на 11,6 % більше обсягів інвестицій на початок 2010 р., (рис. 3).

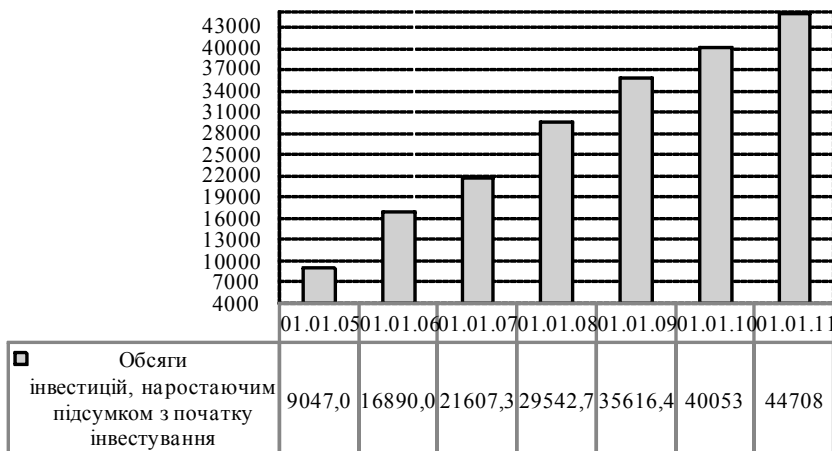


Рис. 3. Прямі іноземні інвестиції в Україну<sup>1</sup>

Інвестиції надійшли зі 125 країн світу. До десятки основних країн-інвесторів, на які припадає майже 82 % загального обсягу прямих інвестицій, входять: Кіпр — 9914,6 млн дол. США, Німеччина — 7076,9 млн дол. США, Нідерланди — 4707,8 млн дол. США, Російська Федерація — 3402,8 млн дол. США, Австрія — 2658,2 млн дол. США, Франція — 2367,1 млн дол. США, Сполучення Королівство — 2298,8 млн дол. США, Швеція — 1729,9 млн дол. США, Віргінські Острови, Британські — 1460,8 млн дол. США та Сполучені Штати Америки — 1192,4 млн дол. США, (рис. 4.).

Доцільно звернути увагу на такий аспект. Серед головних країн-інвесторів офшорними зонами є Кіпр, Віргінські Острови,

<sup>1</sup> Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у 2010 році / Експрес-випуск Державного комітету статистики України № 35 від 17.02.2011р. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>

Британські Острови (о-ви Джерсі, Гернсі, Мен), частково Нідерланди та Австрія. Статистика фіксує цілком певну тенденцію – найбільшими країнами-інвесторами України стають офшорні зони. Тобто звідси приходять гроші вітчизняних підприємців – «тіньовіків», але вони вже захищені статусом іноземних інвестицій.

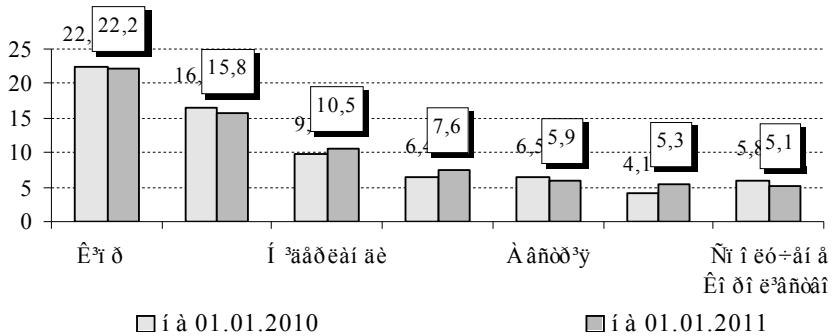


Рис. 4. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами (у % до загального обсягу)

Таке становище свідчить про те, що незважаючи на всі зусилля, всіх урядів, інвестиційний клімат усе ще не покращується. Якщо вітчизняний бізнес з недовірою відноситься до можливостей інвестування на території країни від імені резидентних компаній і виводить гроші у офшорні юрисдикції, то що казати про іноземних інвесторів, для яких вітчизняне бізнес середовище є зовсім не звичним і не зручним.

На підставі наведених вище статистичних даних і за допомогою лінійно-регресійної моделі взаємозв'язку обсягів ВВП країни з обсягами інвестицій в основний капітал і чистими заощадженнями, побудованої в попередньому пункті цього розділу розрахуємо баланс інвестиційних коштів з урахуванням надходжень іноземних інвестицій за відповідні роки (табл. 7).

Таблиця 7

**БАЛАНС ІНВЕСТИЦІЙНИХ КОШТІВ В ЕКОНОМІЦІ УКРАЇНИ, ЗА ДАНИМИ 2009 Р.**

Цільове зростання ВВП	ВВП = +8%	ВВП = +12%
Необхідні інвестиції в ОК	+56%	+60%
Інвестиції в ОК, за 2009 р., (табл. 1.6)	151.177,00 млн грн 18.897,00 млн дол. (умовний обмінний курс \$ 1,00 \ 8,00 грн)	

Обсяг необхідного приросту інвестицій в ОК, млн.дол	10.582,00	11.338,00
Прямі іноземні інвестиції в Україну, за 2009 р., млн. дол., (рис. 1.5)	4.437,00	
Дефіцит інвестицій в ОК, млн.дол.	-6.145,00	-6.901,00

Згідно проведених розрахунків при цільовому щорічному зростанню ВВП на 8 %, необхідно збільшити інвестицій в основний капітал на 56 %. При рості ВВП у 12 %, необхідно збільшити інвестицій в основний капітал на 60 %. Інвестиції в основний капітал за підсумками 2009 р. склали 151 177,00 млн грн, або 18 890,00 млн дол. (перерахунок при умовном обмінному курсі \$ 1,00 \ 8,00 грн).

Таким чином, інвестицій в основний капітал повинні збільшитися на 10 582,00 млн дол. і на 11 338,00 млн дол., відповідно. В той же час, обсяг прямих іноземних інвестицій в Україну за 2009 рік склав лише 4437,00 млн дол., тобто існує дефіцит інвестиційних коштів у розмірі 6145,00 млн дол. при цільовому щорічному зростанню ВВП на 8 %, та у розмірі 6901,00 млн дол. при цільовому щорічному зростанню ВВП на 12 %.

Отже, розвиток будь-якої економіки потребує, насамперед витрат капіталу, який виступає первинним фактором економічного зростання. Нагромадження фінансових ресурсів у межах країни відбувається у вигляді заощаджень суб'єктів домашніх господарств, збережень підприємств і держави. А нестача внутрішніх коштів поповнюється виходом компанії або держави на зарубіжний ринок капіталів.

Міжнародні інвестиційні потоки існують у вигляді прямих і портфельних інвестицій. *Прямі інвестиції* — це внески нерезидентів до статутного фонду підприємства резидента, що забезпечують права власності нерезидентів на придбані майно, майнові комплекси або на акції, облігації та інші цінні папери, та складають не менш 10 % вартості статутного фонду підприємства-резидента, а також інвестиції, що отримані в результаті укладання концесійних договорів про спільну інвестиційну діяльність.

Прямі інвестиції передбачають довгострокові економічні взаємовідносини, які відображають тривалу зацікавленість іноземного інвестора щодо суттєвого впливу на управління підприємством-резидентом з метою отримання прибутку або досягнення соціального ефекту.

Прямі іноземні інвестиції призводять до створення або оновлення основних фондів, організації виробничого процесу,

впливають на підвищення продуктивності праці і технічного рівня підприємств. Розміщуючи свій капітал у тій чи тій країні, іноземна компанія приносить з собою нові технології, нові способи організації виробництва, забезпечуючи прямий вихід на світовий ринок.

До *портфельних інвестицій* належить інвестування в акції зарубіжних підприємств, які не дають права контролю над ними, а також в облігації та інші цінні папери, як приватних, так і державних емітентів. Інвестування такого роду здійснюються переважно приватними інвесторами, але держава теж нерідко здійснює операції з цінними паперами. Таки інвестиції не дають реального контролю інвестора над об'єктом інвестування, тобто участь у капіталі має бути нижчою за рівень, встановлений для прямих інвестицій (за стандартами МВФ – 10 %).

Міжнародні портфельні інвестиції, на відміну від прямих, більш ліквідні, рухливі та чутливі до ситуації на фінансових ринках. Портфельному інвесторові все одно, в яку сферу або компанію вкладати, бо критеріями інвестування є лише рівень доходів та перспективи зниження ризику. У разі погіршення ситуації на ринках і зростання ризику портфельний інвестор може вилучити свої інвестиції набагато швидше, ніж прямий інвестор.

Міжнародний ринок портфельних інвестицій значно менший, ніж сукупний внутрішній ринок таких інвестицій. Інституційні та індивідуальні інвестори досі віддають перевагу національним цінним паперам. Але слід зазначити, що в більшості промислово розвинутих країн спостерігається тенденція, хоч і повільного, але поступового зростання операцій з іноземними цінними паперами.

Портфельні іноземні інвестиції призводять до притоку капіталів на ринки фінансових активів, що позитивно впливає на їх ліквідність, підвищує обсяги торгівлі та вартість активів, що торгуються. До негативних аспектів портфельних іноземних інвестицій можна віднести ризику перегріву ринків і створення фінансових бульбашок, що підвищує загальну волатильність усієї фінансової системи країни.

Так, відомо, що майже у всіх епізодах чистого притоку портфельного капіталу спостерігалось активне зростання вартості більшості фінансових активів на фондовому ринку, яке не було обґрунтовано реальним економічним станом цих емітентів та даними фундаментального аналізу. В табл. 8 приведено історичні дані щодо епізодів чистого притоку іноземного капіталу на протязі 1980–2009-х років, до початку світової фінансо-

вої кризи 2008-го року, яка радикально вплинула на рух трансграничних фінансових потоків.

Як свідчать наведені дані багато країн що розвиваються час від часу стикаються з різким припливом фінансових інвестицій. Як правило, такий стан не є стійким. Рано чи пізно притік змінюється відтоком, що призводить до різкого падіння вартості активів на фондовому ринку та ажіотажним попитом на іноземну валюту на валютному ринку. Такий стан є типів для багатьох країн, у тому числі, і для України. Згідно даних табл. 8, у 2005 році приток капіталу до України склав рекордні 7,5 % від ВВП країни, яке на той час складало 441 452 млн грн, або 88 290 млн дол. (по середньому валютному курсу 1 гривні до 1 долара – 5,00/1,00).

Таблиця 8

## ЕПІЗОДИ ЧИСТОГО ПРИТОКУ КАПІТАЛУ В КРАЇНИ

Країна	Період	Кумулятивний розмір (% від ВВП)	Країна	Період	Кумулятивний розмір (% від ВВП)
Австралія	1988 – 1990	16,8	Малайзія	1989 – 1996	79,1
Австралія	1995 – 1999	24,8	Мексика	1990 – 1994	26,3
Албанія	1997	4,3	Нова Зеландія	1995 – 1997	19,0
Аргентина	1992 – 1994	11,6	Нова Зеландія	2004 – 2009	31,4
Аргентина	1997 – 1999	11,0	Пакистан	1991 – 1996	18,1
Бразилія	1994 – 1996	11,3	ПАР	2004 – 2009	12,4
Бразилія	2000 – 2001	7,0	Парагвай	1994 – 1997	10,1
Венесуела	1991 – 1993	10,8	Перу	1992 – 1997	39,6
Венесуела	1997 – 1998	6,3	Польща	1995 – 2000	35,0
В'єтнам	1999	10,1	Росія	2006 – 2008	4,1
В'єтнам	2003 – 2009	38,4	Румунія	1996 – 1998	14,2
Гонконг	1997	7,5	Сінгапур	1990 – 1991	16,2
Егіпет	1997 – 1998	8,2	Словакія	1996 – 1998	31,4
Індія	2002 – 2009	18,3	Словакія	2002	21,1
Індонезія	1990 – 1996	26,3	Словакія	2005	14,2
Ірландія	1996 – 2000	29,6	Словенія	2001 – 2002	14,7
Ірландія	2003 – 2008	77,1	Таїланд	1988 – 1996	88,8
Кіпр	1999 – 2000	15,5	Таїланд	2005 – 2009	12,2
Кіпр	2002 – 2009	23,2	Туреччина	1995 – 2000	15,3
Колумбія	1993 – 1996	20,2	Туреччина	2003 – 2009	25,7

Колумбія	2004 – 2005	6,0	Угорщина	1991 – 2000	75,3
Коста-Ріка	1987 – 1992	16,0	<b>Україна</b>	<b>2005</b>	<b>7,5</b>
Корея	1990 – 1996	18,9	Уругвай	2002 – 2009	12,0
Латвія	1994 – 1995	19,3	Філіппіни	1987 – 1997	59,6
Латвія	2001 – 2009	84,7	Хорватія	1997 – 1999	29,9
Литва	1997 – 1998	21,0	Хорватія	2002 – 2009	59,0
Литва	2005 – 2009	20,5	Чилі	1988 – 1997	70,5

*Джерело:* Roberto V. Cardarelli, Selim S. Elekdag, M. Ayhan Kose, Capital Inflows: Macroeconomic Implications and Policy Responses. IMF Working Paper, March 2009.

7,5 % від ВВП 2005 року дорівнює близько 6,6 млрд дол. Лєвова частка цих коштів була спрямована на вітчизняний фондовий ринок. Зрозуміло, що прихід такої суми на порівняльне маленький ринок з невеликим фрі-флоутом і малою ліквідністю викликав стрімке зростання всіх фінансових активів. Наприклад, індекс ПФТС за підсумками 2005 року зріс на 147,5 %. З початком світової фінансової кризи 2007 року почалась втеча іноземного капіталу з країни. У наслідок цього відбулись такі негативні явища як: криза фондового ринку (падіння індексу ПФТС більш ніж на 120 %) і валютна криза 2008 року (зменшення резервів НБУ та знецінення гривні за декілька місяців майже у двічі). Таким чином, масивний притік іноземного капіталу може викликати неприємні наслідки в економіці, при умові, що він має короткотермінову та спекулятивну мету. Механізм розгортання цих наслідків має кілька етапів.

По-перше, відбувається перегрів фінансових ринків, іншої мовою – відбувається ірраціональне зростання вартості всіх фінансових активів, що знаходяться в обігу на фондовому ринку. Ірраціональним, зростання вартості зветься тоді, коли воно викликано лише притоком ліквідних коштів на ринок, і ніяким чином не пов'язано з зростанням продуктивності і прибутковості компаній. З цього моменту можна з упевненістю сказати, що відбувається надування бульбашки, а всі бульбашки мають властивість рано чи пізно лопатися.

Коли трапляється таке, то починається зворотний процес – іноземний портфельний капітал масово залишає країну, чим викликає цілий шлейф негативних наслідків, що призводять у кінцевому рахунку до фінансової кризи. Крім того, стійкий притік іноземного портфельного капіталу з моменту виникнення фондової бульбашки і до моменту коли вона лопається, зазвичай викликає ревальвацію національної валюти, що негативно впливає на стан експортних галузей. Вони втрачають свою цінову конкурен-

тоспроможність, після чого в них починається рецесія — спад виробництва та зайнятості.

Додаткові виклики, що пов'язані з притоком капіталу, виникають і перед Центральним банком країни. Від нього потребується проведення спеціальних заходів, що зменшують надмірну фінансову ліквідність і не допускають перегріву ринку. Власне кажучи, від ефективності цих заходів і залежить, наскільки великою буде фінансова бульбашка і наскільки більшими будуть наслідки коли вона лопне.

Економічна природа *прямих іноземних інвестицій (ПІІ)* є менш суперечливою. Їх залучення дає прямі й непрямі вигоди та переваги для економіки країни, що відповідає національним інтересам.

По-перше, ПІІ — це додаткове джерело накопичення, що істотно збільшує ресурси для відновлення і розширення основного капіталу, реалізації інвестиційних проектів і програм, що забезпечують пожвавлення й піднесення економіки, насичення внутрішнього ринку країни конкурентоспроможними товарами та послугами.

По-друге, прямі іноземні інвестиції несуть з собою не тільки капітали, а й сучасні технології, що забезпечують випуск конкурентоспроможної продукції за двома основними параметрами: за рівнем новизни і якістю вироблених товарів і послуг і за зниженням витрат їх виробництва.

По-третє, ПІІ в конкретні об'єкти зазвичай супроводжуються навчанням персоналу — перепідготовкою його на місці, зарубіжними стажуваннями. Це допомагає формуванню покоління працівників, що ефективно використовують нові технології, ринкові механізми, міжнародні контракти, здатні вистояти і перемогти в жорсткій конкурентній боротьбі.

По-четверте, прямі іноземні інвестиції спонукають до освоєння досвіду функціонування ринкової економіки, властивих їй «правил гри». Зближення економічних умов функціонування капіталу із загальноприйнятими у світі сприяє припливу іноземного капіталу, породжує впевненість інвестора в поверненні вкладених коштів із достатнім прибутком (без чого він не буде ризикувати) і одночасно прискорює процес формування в країні інвестиційного клімату, сприятливого як для зарубіжних, так і для вітчизняних інвесторів. Унаслідок цього ринкова економіка спирається на власну відтворювальну основу, що сприяє створенню ефективних власників.

По-п'яте, потік прямих іноземних інвестицій прискорює процес входження української економіки у світове господарство, розвиток ефективних інтеграційних процесів, сприяє вмілому використанню переваг міжнародного поділу і кооперації

праці, глобалізації, освоєння ефективних ніш у світовому господарстві та світовому ринку.

Наведені вище аргументи свідчать про те, що потік прямих іноземних інвестицій, який зростає, може бути оцінений як прогресивна тенденція глобального характеру, як необхідна умова поживлення і піднесення української економіки. Роль іноземного капіталу об'єктивно повинна зростати, його необхідно залучати в усі сфери господарської діяльності для розвитку інноваційних процесів.

Особливістю сучасної інвестиційної моделі розвитку України є слабе залучення в економіку іноземного капіталу. Продовжується істотне відставання у цієї сфері від інших країн Центральної та Східної Європи (табл. 9).

Таблиця 9

## ОБСЯГ ПІ В УКРАЇНІ НА ПОЧАТОК 2010 Р. НА ДУШУ НАСЕЛЕННЯ

Країна	Кумулятивний показник
Чехія	7418
Болгарія	6226
Казахстан	3706
Польща	3155
Румунія	2350
Україна	1000

Джерело: Європейській Банк Реконструкції та Розвитку, <http://www.ebrd.com>

Так, наприклад за підрахунками Європейського банку реконструкції та розвитку, кумулятивний показник обсягу прямих іноземних інвестицій в Україні на початок 2010 року становив 1000 доларів США на душу населення, тоді як у Чехії – 7418 доларів США, Болгарії – 6226, Казахстані – 3706, Польщі – 3155, Румунії – 2350 доларів США.

За даними Держкомстату, загальний обсяг прямих іноземних інвестицій, унесених в Україну, станом на 1 січня 2011 р. склав 44708,0 млн дол. США, що лише на 11,6 % більше обсягів інвестицій на початок 2010 р. Інвестиції надійшли зі 125 країн світу. До десятки основних країн-інвесторів, на які припадає майже 82 % загального обсягу прямих інвестицій, входять: Кіпр – 9914,6 млн дол., Німеччина – 7076,9 млн. дол., Нідерланди – 4707,8 млн дол., Російська Федерація – 3402,8 млн дол., Австрія – 2658,2 млн дол., Франція – 2367,1 млн



дол. США, Сполучення Королівство — 2298,8 млн дол., Швеція — 1729,9 млн дол. США, Віргінські Острови, Британські — 1460,8 млн дол. і Сполучені Штати Америки — 1192,4 млн дол. (рис. 5).

Доцільно звернути увагу на такий аспект. Серед головних країн-інвесторів офшорними зонами є Кіпр, Віргінські Острови, Британські Острови (о-ви Джерсі, Гернсі, Мен), частково Нідерланди та Австрія. Статистика фіксує цілком певну тенденцію — найбільшими країнами-інвесторами України стають офшорні зони. Тобто, звідси приходять гроші вітчизняних підприємців — «тіньовіків», але вони вже захищені статусом іноземних інвестицій.

Таке становище свідчить про те, що незважаючи на всі зусилля, всіх урядів, інвестиційний клімат усе ще не покращується. Якщо вітчизняний бізнес з недовірою відноситься до можливостей інвестування на території країни від імені резидентних компаній і виводить гроші у офшорні юрисдикції, то що казати про іноземних інвесторів, для яких вітчизняне бізнес середовище є зовсім не звичним і не зручним.

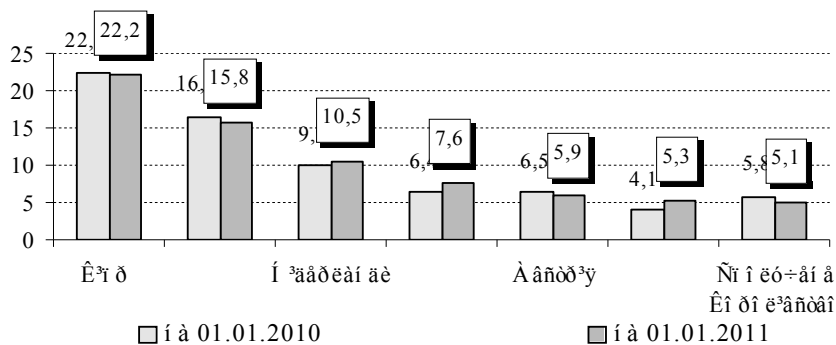


Рис. 5. Розподіл прямих інвестицій в Україну за основними країнами-інвесторами, % до загального обсягу

Ще в 1990 році майбутній лауреат Нобелівської премії Роберт Лукас задався питанням: «Чому капітал не перетікає з заможних країн в бідні?» І потім запропонував можливу відповідь: справа в тому, що стимули для інвестування в країни що розвиваються, дуже низькі з-за відсутності людського капіталу, ризику експропріації інвесторів і монополізму.

І насправді, якщо рівень захисту прав інвесторів занадто низький, то капітал буде залишати країну навіть якщо її економіка дуже сильно потребує інвестицій. Тому фінансова лібералізація може бути дуже небезпечною для країн що розвиваються. В країні з неефективним корумпованим урядом і поганим корпоратив-

ним управлінням усунення бар'єрів призведе лише до втечі національного капіталу, та невдовзі до зниження інвестицій.

З цього випливає, що повага до прав власності, конкурентне середовище, розвинуті фінансові ринки і ефективне державне регулювання набагато важливо для інвестиційних потоків, чим наявність природних ресурсів, дешевої робочої сили і пільгових режимів оподаткування.

## Висновки

Несприятливий бізнес-клімат є одним з основних чинників, що негативно впливають на обсяг надходження інвестицій. За результатами рейтингової оцінки, проведеної Всесвітнім банком, Україна займає 142 позицію із 183 країн світу. У зв'язку з фінансово-економічною кризою істотно зменшилися внутрішні джерела надходження інвестицій, а міжнародні фінансові ресурси стали практично недоступними. Через несприятливий інвестиційний імідж країна менш приваблива для міжнародного капіталу в посткризовий період.

Темпи розвитку економіки України безпосередньо залежать від обсягу іноземних інвестицій для реалізації інвестиційних проєктів розвитку вітчизняного високотехнологічного виробництва і зростання частки високотехнологічного експорту. Для цього необхідні формування та реалізація ефективної інвестиційної політики, спрямованої на підтримку науково-технічної та інноваційно-технологічної діяльності для прискорення капіталізації суб'єктів економічної діяльності та модернізації виробництва без негативних макроекономічних наслідків.

29 вересня 2010 року Кабінет Міністрів України затвердив Розпорядження «Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки» (далі – Концепція)<sup>1</sup>, метою якої є створення умов для активізації інвестиційної діяльності, спрямованої на модернізацію реального сектору економіки та забезпечення сталого економічного розвитку.

Одним із шляхів активізації інвестиційної діяльності, зокрема, забезпечення постійного приросту прямих іноземних інвестицій, зазначених у Концепції, є створення умов для залучення інвестицій на міжнародних ринках капіталу, а саме: консолідація фондових бірж, забезпечення захисту прав споживачів інвестиційних

<sup>1</sup> Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. N 1900-р / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua>

послуг, створення центрального депозитарію цінних паперів, системи клірингу та розрахунків, які забезпечують мінімізацію ризиків під час виконання угод з цінними паперами.

Україна на сучасному етапі розвитку її економіки повинна створити сприятливе інвестиційне середовище для залучення колосальних фінансових ресурсів, як внутрішніх, так і зовнішніх. Адже іноземні інвестиції є не тільки джерелом коштів, необхідних для модернізації та розвитку української економіки. Вони сприяють залученню нових виробничих технологій, а також технологій ринкової поведінки. Важливим є саме те, звідки вони надходять та куди спрямовуються. Особливо важливим є залучення інвестицій з високо розвинутих країн світу, що характеризуються належним рівнем ринкової культури.

### Список літератури

1. Айвазян С., Мхитарян В. Прикладная статистика и основы эконометрики. — М.: Финансы и статистика, 2003.
2. Гальчинський А., Геєць В., Семиноженко В. Україна: наука та інноваційний розвиток. — К., 1997; Стратегія економічного і соціального розвитку України (2004–2015 роки) «Шляхом Європейської інтеграції» / Авт. кол.: А.С.Гальчинський, В.М.Геєць та ін.; Нац. ін-т стратег. дослідж., Ін-т екон. прогноз. НАН України, М-во економіки та з питань європ. інтегр. України. — К.: ІВЦ Держкомстату України, 2004.
3. Дуутерни К. Введение в эконометрику. — М.: Финансы и статистика, 1999.
4. Економіка України: стратегія і політика довгострокового розвитку / За ред. акад. НАН України В. М. Гейця. — К: Ін-т екон. прогноз.; Фенікс, 2003.
5. Інвестиції зовнішньоекономічної діяльності у 2010 році / Експрес-випуск Державного комітету статистики України № 35 від 17.02.2011р. [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://www.ukrstat.gov.ua>
6. Конкурентоспроможність національної економіки / За ред. д-ра екон. наук Б.Є.Кваснюка. — К.: Фенікс, 2005.
7. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки: Розпорядження Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. № 1900-р / [Електронний ресурс]. — Доступно з: <http://zakon1.rada.gov.ua>

Стаття надійшла до редакції 28.02.2012