

Міністерство освіти і науки України  
Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна

**РОДІОНОВА ТЕТЯНА АНДРІЇВНА**

УДК 339.725

**ДОХІДНІСТЬ ІНОЗЕМНИХ ІНВЕСТИЦІЙ В  
КРАЇНАХ З РИНКОМ, ЩО ФОРМУЄТЬСЯ**

Спеціальність 08.00.02 – світове господарство  
і міжнародні економічні відносини

**Автореферат дисертації**  
на здобуття наукового ступеня  
кандидата економічних наук

Харків – 2014

Дисертацією є рукопис

Робота виконана на кафедрі світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І. І. Мечникова Міністерства освіти і науки України.

- Науковий керівник доктор економічних наук, професор  
**Якубовський Сергій Олексійович**,  
Одеський національний університет імені  
І. І. Мечникова  
Міністерства освіти і науки України,  
завідувач кафедри світового господарства і  
міжнародних економічних відносин
- Офіційні опоненти: доктор економічних наук, професор  
**Шевчук Віктор Олексійович**,  
Львівська комерційна академія  
Центральної спілки споживчих товариств України,  
завідувач кафедри міжнародних економічних  
відносин, проректор з наукової роботи
- кандидат економічних наук  
**Журавльов Олексій Володимирович**,  
Харківський національний університет  
імені В. Н. Каразіна  
Міністерства освіти і науки України,  
доцент кафедри міжнародних економічних відносин

Захист відбудеться «28» березня 2014 року о .. годині 00 хв. на засіданні спеціалізованої вченої ради К 64.051.25 Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна за адресою: 61022, м. Харків, площа Свободи, 6, ауд. 392.

З дисертацією можна ознайомитися в Центральній науковій бібліотеці Харківського національного університету імені В. Н. Каразіна за адресою: 61022, м. Харків, пл. Свободи, 4.

Автореферат розісланий «\_\_» лютого 2014 року.

Учений секретар  
спеціалізованої вченої ради  
кандидат економічних наук, доцент

Н. І. Гончаренко

## ЗАГАЛЬНА ХАРАКТЕРИСТИКА РОБОТИ

**Актуальність теми.** В умовах світової економічної кризи, що виявила незбалансованість міжнародних потоків капіталу та наявність вагомої спекулятивної складової у стратегіях міжнародних інвесторів, особливу актуальність набувають дослідження впливу іноземних капіталовкладень на розвиток національних економік. За останнє десятиріччя країни з ринком, що формується, істотно поглибили свою інтеграцію в світові фінансові ринки. Деякі з них значною мірою залежать від зовнішнього фінансування. Зовнішні дисбаланси, які спостерігаються в цих країнах, викликають обґрунтовані побоювання щодо стабільності національних фінансових систем, а саме: чи є стійкими дефіцити поточних рахунків платіжних балансів та рівень зовнішньої заборгованості, і які чинники впливають на їх формування.

При аналізі стійкості поточних рахунків платіжних балансів в наукових дослідженнях частіше звертають увагу на динаміку торгівельного балансу, але недостатньо уваги приділено балансу інвестиційних доходів, який стає все більш важливою складовою поточних рахунків в країнах з ринком, що формується.

Серед основних дослідників проблем впливу іноземних капіталовкладень на розвиток національних економік виділяють праці таких науковців: Ф. Лейн, Д. Милези-Ферретті, У. Шарп, Д. Тобін, Р. Лангхамер, К. Форбс, Т. Браке, М. Шмітц, П. Гурінчас. З-поміж досліджень українських учених, присвячених проблематиці впливу іноземних інвестицій на країни-реципієнти, варто виділити праці В. О. Шевчука (платіжний баланс та економічне зростання), С. О. Якубовського (вплив прямих іноземних інвестицій на приймаючі країни), О. А. Пересади, О. В. Рогача, Т. П. Вахненко (зовнішня заборгованість). Певний внесок у вивчення проблематики залучення іноземних інвестицій внесли С. І. Архієреєв, Є. М. Воробйов, А. П. Голяков, В. В. Гончаренко, Н. І. Гончаренко, О. А. Довгаль, О. О. Канов, Г. М. Коломієць, Н. П. Мешко, В. І. Сідоров, С. А. Циганов та інші.

Разом з тим, аналіз літературних джерел засвідчив, що непропорційно менше уваги отримали різноманітні аспекти вартості іноземних капіталовкладень та динаміка їх дохідності. Це викликає інтерес щодо засадничих принципів формування рівня дохідності іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, наслідків більш високої дохідності інвестицій в цих країнах ніж у розвинених країнах, макроекономічних наслідків репатріації інвестиційних доходів та шляхів поліпшення зовнішньоекономічної рівноваги країни і відповідно стійкості її фінансової системи. Науково-теоретична та практична значущість вказаних проблем зумовила вибір теми дисертації, визначила її мету, завдання та структуру дослідження.

**Зв'язок роботи з науковими програмами, планами, темами.** Дисертаційна робота виконана у межах науково-дослідної теми кафедри світового господарства і міжнародних економічних відносин Одеського національного університету імені І.І. Мечникова: «Стійкий розвиток національних економік в умовах нестабільності світової валютно-фінансової системи», номер державної реєстрації 0106U012136.

Особистий внесок автора полягає в оцінюванні впливу дохідності іноземних інвестицій на стійкість зовнішньоекономічної рівноваги країн з ринком, що формується.

**Мета і завдання дослідження.** Метою дисертаційної роботи є поглиблення теоретико-методичних основ дослідження впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, а саме впливу репатріації доходів від іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн-реципієнтів, та розробка науково-практичних рекомендацій щодо підвищення стійкості національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності.

Відповідно до визначеної мети поставлено і вирішено такі завдання:

- узагальнити та систематизувати теоретичні положення вітчизняної та зарубіжної економічної науки стосовно механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується;
- розкрити суть дохідності інвестиційних активів як чиннику міжнародного руху капіталів;
- обґрунтувати теоретико-методичні основи дослідження впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується;
- дослідити еволюцію зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується;
- дослідити структуру та динаміку статті інвестиційних доходів поточного рахунку у досліджуваних країнах;
- проаналізувати показники дохідності іноземних інвестицій та фактори, що її визначають у досліджуваних країнах;
- здійснити моделювання зв'язку між дохідністю іноземних інвестицій та стійкістю зовнішньоекономічної рівноваги досліджуваних країн;
- ідентифікувати вплив боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні у порівнянні з іншими країнами з ринком, що формується;
- визначити існуючі підходи до державного регулювання руху іноземного капіталу та розробити механізм захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон.

**Об'єктом дослідження** є процес припливу іноземних інвестицій в країни з ринком, що формується.

**Предмет дослідження** – механізми впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу національних фінансових систем країн з ринком, що формується.

**Методи дослідження.** Теоретичною та методологічною основою дисертаційного дослідження є наукові праці провідних зарубіжних та вітчизняних вчених, які розкривають сутність і механізми впливу іноземних потоків капіталу на приймаючі країни. Для систематизації та удосконалення теорії впливу іноземних інвестицій у країнах з ринком, що формується, застосовано загальнонаукові методи аналізу та синтезу, абстрагування, систематизації та класифікації. Порівняльний, графічний, табличний та емпіричний методи аналізу допомогли визначити особливості структури

інвестиційних доходів та факторів, що визначають дохідність іноземних інвестицій у досліджуваних країнах. Для дослідження та моделювання впливу дохідності іноземних інвестицій на стійкість національних фінансових систем були застосовані методи регресійного аналізу.

Джерельною та статистичною базою дисертації є наукові та аналітичні праці українських та закордонних учених, офіційні публікації статистичних органів країн з ринком, що формується, міжнародних організацій (Міжнародний валютний фонд, Світовий Банк, Організація економічного співробітництва та розвитку, Інститут міжнародних фінансів), бази даних Колумбійського та Центральноєвропейського університетів, Державної служби статистики України, періодичні видання, матеріали міжнародних конференцій, а також аналітичні розробки автора.

**Наукова новизна одержаних результатів** полягає у поглибленні теоретико-методичних засад дослідження впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу країн з ринком, що формується, та розробці механізму захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон. Основні положення дисертації, що отримані автором особисто, визначають її наукову новизну та полягають у такому:

*вперше:*

- розроблено науково-методичний інструментарій дослідження впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується, який передбачає побудову показників дохідності іноземних прямих, портфельних та інших інвестицій на основі даних платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції, використання яких дає змогу оцінити за допомогою економетричних моделей характер впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів (погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу) та може слугувати індикатором вартості залучених іноземних інвестицій і нестабільності в країнах;

*удосконалено:*

- понятійно-категоріальний апарат дослідження впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, за рахунок надання авторського визначення поняття «коефіцієнт покриття іноземних інвестицій», яке запропоновано розуміти як частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами, у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку платіжного балансу країни, і, на відміну від існуючих, дозволяє співставити масштаби репатріації прибутків іноземних інвесторів та відповідних отриманих інвестиційних потоків за певний проміжок часу;

- класифікацію чинників формування дохідності для різних видів іноземних активів відповідно до суб'єктів, що здійснюють інвестиції: для ПІІ – це стратегії діяльності транснаціональних корпорацій щодо податкового планування та оптимізації; для портфельних інвестицій – оптимізація інвестиційного портфеля окремим інвестором (диверсифікація, ступінь ризику та ліквідність активів); для іноземних кредитів і позик – вартість залучення ресурсів кредитними установами, відсоткові ставки, норма обов'язкового резервування банків тощо;

*набули подальшого розвитку:*

- систематизація концептуальних підходів до дослідження впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, яка враховує наступні властивості потоків капіталу: джерело походження – офіційні чи приватні; форми – інвестиції з фіксованим прибутком у порівнянні з інструментами участі у капіталі; очікувану тривалість – тимчасові проти довгострокових; наслідки для зовнішньої і внутрішньої макроекономічної рівноваги;

- методика групування країн з ринком, що формується, на основі оцінки характерних особливостей структури зовнішніх позицій, за якою країни віднесені до двох груп: ті, в яких зобов'язання існують в даний час в основному у вигляді інструментів участі у капіталі (країни Латинської Америки і Центральної та Східної Європи) і ті, в зобов'язаннях яких превалюють боргові інструменти (Балканські та пострадянські країни);

- організаційно-економічні засади розвитку державного регулювання руху іноземного капіталу, а саме запропоновано механізм реалізації державного регулювання потоків капіталу, що включає тимчасовий контроль за рухом капіталу, оподаткування спекулятивних чи оптимізаційних схем з інвестиційними інструментами, заходи з моніторингу та виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі, використання якого має забезпечувати захист національної фінансової системи від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон.

**Практичне значення одержаних результатів** дослідження полягає у тому, що розроблені у дисертаційній роботі теоретико-методичні засади побудови показників дохідності іноземних інвестицій на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції в країнах з ринком, що формується, можуть використовуватись центральними органами виконавчої і законодавчої влади при оцінюванні стійкості національної фінансової системи та розробці стратегій щодо її підвищення.

Основні наукові положення та отримані результати дисертаційної роботи були використані під час формування методичного забезпечення (навчальний посібник «Міжнародні економічні відносини») та викладанні нормативних дисциплін «Міжнародний рух фінансових ресурсів», «Зовнішньоекономічна політика України», «Міжнародні валютно-кредитні відносини» та «Похідні цінні папери» для студентів спеціальності «Міжнародні економічні відносини» Одеського національного університету імені І. І. Мечникова (довідка № 21/121-1 від 11 вересня 2013 р.).

Результати аналізу впливу боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні були використані Департаментом зовнішньоекономічної діяльності та європейської інтеграції Одеської обласної державної адміністрації під час розробки та впровадження «Програми залучення іноземних інвестицій та розвитку зовнішньоекономічної діяльності Одеської області на 2013-2014 роки» (довідка № 03.1/01-10/1807 від 19.11.2013 р.). Результати аналізу вартості зовнішніх запозичень країн з ринком, що формується, були використанні в аналітичній роботі публічного акціонерного товариства «Укрсоцбанк» (довідка № 101/12 від 11.06.2013 р.). Результати дослідження особливостей нормативно-правової бази державного регулювання руху іноземного

капіталу впроваджено в практичну діяльність юридичної компанії «АНК» (довідка № 121/08 від 14.03.2013 р.) та у практичну діяльність Центра міжнародного права і правосуддя (довідка № 17/03 від 14.03.2013 р.); методика побудови показників дохідності іноземних інвестицій використана в практичній діяльності ТОВ «Компанія Кримінвестбуд» (довідка № 87/9 від 15.05.2013 р.).

**Особистий внесок здобувача.** Дисертаційна робота є самостійно виконаним науковим дослідженням, усі наукові результати, що викладені у дисертації і виносяться на захист, отримані автором особисто.

**Апробація результатів дисертації.** Основні положення дослідження доповідались і отримали схвалення на 24 міжнародних і всеукраїнських конференціях, форумах, а також науково-практичних семінарах, серед яких: «Understanding the Sluggish Recovery from the Great Recession», Institute for the World Economy (11-12 листопада 2013 р., Кіль, Німеччина); 12-а конференція «European Association for Comparative Economic Studies» (7 вересня 2012 р., Пейсли, Велика Британія); «Economics Discipline Group Meeting of International Higher Education Support Program» (4-7 квітня 2013 р., м. Бішкек, Киргизстан); VII Міжнародна конференція «Warsaw International Economic Meeting» (6-8 липня, 2012 р., м. Варшава, Польща); «Economics Discipline Group Meeting» (23-25 березня 2012 р., м. Будапешт, Угорщина); міжнародная науково-практическая конференция «Новые вызовы в экономике XXI века» (23 марта 2011 г., г. Минск, Беларусь).

**Публікації.** За темою дисертації автором самостійно та у співавторстві опубліковано 30 наукових робіт, у тому числі 2 монографії (одна – індивідуальна), навчальний посібник у співавторстві, 14 статей у наукових фахових виданнях (з них 7 без співавторів), 13 тез доповідей у матеріалах міжнародних науково-практичних конференцій. Загальний обсяг публікацій становить 34 д. а., з яких особисто автору належить 12, 55 д. а.

**Обсяг і структура дисертації.** Дисертація складається зі вступу, трьох розділів, висновків, списку використаних джерел та додатків. Обсяг основного тексту викладено на 176 сторінках. Робота містить 12 аналітичних таблиць і 18 рисунків. Перелік використаних джерел налічує 165 найменувань, які подано на 18 сторінках. Додатки містять 2 малюнки, 3 таблиці на 10 сторінках.

## ОСНОВНИЙ ЗМІСТ ДИСЕРТАЦІЇ

У **вступі** обґрунтовано актуальність теми дослідження, сформульовано його мету й завдання, визначено об'єкт, предмет і методи дослідження, висвітлено наукову новизну і практичну значимість отриманих результатів та подано відомості про їх апробацію.

У першому розділі «**Теоретико-методичні засади дослідження впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується**» узагальнено та систематизовано теоретичні підходи вітчизняної та зарубіжної економічної науки щодо визначення функціональних механізмів макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується; визначено засадничі принципи формування рівня дохідності іноземних інвестицій як чинника

міжнародного руху капіталів; запропоновано теоретико-методичний інструментарій побудови показників дохідності іноземних інвестицій на основі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції для аналізу впливу іноземних потоків капіталу на зовнішньоекономічну рівновагу в країнах з ринком, що формується.

На основі узагальнення теоретичних підходів до визначення макроекономічного впливу потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується (П. Гурінчас, Т. Браке, Р. Лангхамер, Ф. Лейн, Д. Милези-Ферретті, Д. Тобін, К. Форбс, У. Шарп, В. Шевчук, С. Якубовський та ін.), з урахуванням сучасних тенденцій глобального розвитку обґрунтовано, що визначальними при дослідженні впливу потоків капіталу на внутрішню і зовнішньоекономічну рівновагу є поєднання їх таких форм: офіційні чи приватні, інвестиції з фіксованим прибутком у порівнянні з інструментами участі у капіталі та їх очікувана тривалість. Так, поєднання припливу офіційного та довгострокового іноземного капіталу стимулює економічне зростання, а поєднання приватних і короткострокових капіталів призводить до бумів, бульбашок, посилення зовнішніх дисбалансів.

З метою систематизації існуючих підходів до визначення засадничих принципів формування рівня дохідності інвестиційних активів, встановлено, що на рівень дохідності інвестицій впливають як фундаментальні чинники (загальний стан економіки, рівень інфляції, грошово-кредитна політика), так і притаманні для окремого типу інвестицій аспекти: для ПІ це стратегії діяльності транснаціональних корпорацій щодо податкового планування та оптимізації; для портфельних інвестицій – оптимізація інвестиційного портфеля окремим інвестором (диверсифікація, ступінь ризику та ліквідність активів); для іноземних кредитів і позик – вартість залучення ресурсів, відсоткові ставки, норма обов'язкового резервування банків тощо.

Аналіз наукових поглядів сучасних вітчизняних та зарубіжних вчених стосовно дослідження засадничих принципів формування дохідності різних інвестиційних активів показав, що в основному більшість підходів до її моделювання обґрунтована з погляду індивідуальних інвесторів. Але для аналізу впливу дохідності іноземних інвестицій на стійкість національних фінансових систем запропоновано моделювання дохідності з точки зору приймаючих країн.

Для виявлення впливу дохідності зовнішніх активів та зобов'язань на динаміку зовнішньої позиції запропоновано модель, в якій враховуючи ефект вартісної оцінки, поточний рахунок платіжного балансу має дорівнювати зміні у чистій міжнародній інвестиційній позиції країни:

$$NIP_t - NIP_{t-1} = CA_t + KG_t + E_t, \quad (1)$$

де  $NIP_t$  – чиста міжнародна інвестиційна позиція,  $CA_t$  – баланс поточного рахунку,  $KG_t$  – приріст капіталу або збиток за чистою міжнародною інвестиційною позицією,  $E_t$  – фактори, такі як капітальні трансферти (баланс капіталу) і помилки та пропуски.  $CA_t$  складається з суми балансу товарів, послуг та поточних трансфертів  $BGST_t$ , і балансу доходів від інвестицій  $i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1}$ , де  $A$  та  $L$  – зовнішні активи та зобов'язання, відповідно,  $i_t^A$  та  $i_t^L$  – номінальна дохідність за цими активами та зобов'язаннями. Тобто,  $NIP_t - NIP_{t-1} = BGST_t + (i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1} + KG_t) + E_t$ . Завдяки цьому рівнянню



можна визначити вплив номінальної дохідності зовнішніх активів та зобов'язань  $i_t^A A_{t-1} - i_t^L L_{t-1} + KG_t$  на динаміку зовнішньої позиції.

Виплати інвестиційних доходів країною в доларах, які здійснюються за активом  $X$  в рік  $t$  позначено як  $ID_t^x$  (де  $ID$  – дебіт статті доходу поточного рахунку). Дохідність в доларах за зобов'язанням тоді можна записати як:

$$yd_t^x = \frac{ID_t^x}{XL_{t-1}}, \quad (2)$$

де  $XL$  – накопичення зовнішніх зобов'язань типу  $X$ .

Приріст капіталу у рік  $t$  за активом  $X$  визначається різницею між зміною накопичень  $X$  протягом періоду  $t-1$  і  $t$  та відповідним потоком  $x$  у році  $t$ , розділеною на початковий запас  $X$ :

$$kd_t^x = \frac{XL_t - XL_{t-1} - xl_t}{XL_{t-1}}, \quad (3)$$

де  $kd$  – приріст капіталу за активами та зобов'язаннями відповідно.

Нарешті, загальний номінальний дохід за зобов'язаннями:

$$retd_t^x = (1 + yd_t^x)(1 + kd_t^x) - 1, \quad (4)$$

З метою визначення вартості для країни залучених іноземних інвестицій співставлено масштаби репатріації прибутків та відповідних отриманих інвестиційних потоків за певний проміжок часу. Для цього запроваджено поняття «коефіцієнт покриття іноземних інвестицій», під яким пропонується розуміти частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку:

$$Cover^x = \frac{\sum ID_t^x}{\sum xl_t} \quad (5)$$

де  $Cover$  – коефіцієнт покриття іноземних інвестицій типу  $x$  (ПП, портфельні чи інші інвестиції) за певний проміжок часу. Даний коефіцієнт може використовуватись як індикатор нестабільності в країні. Високий рівень дохідності іноземного приватного капіталу має серйозні негативні наслідки для економіки в період кризи, і тому уряди повинні приділяти увагу аналізу стійкості потоків таких капіталів, для того, щоб вчасно вжити оперативні економічні заходи для стабілізації цих потоків.

Таким чином, у ході проведеного дослідження визначено сукупність методів моніторингу та виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі країни. Зроблено висновок, що зростання ролі інвестиційних доходів іноземних інвесторів при формуванні поточних рахунків платіжних балансів країн зумовлює необхідність розробки новітніх підходів до вивчення макроекономічних наслідків репатріації інвестиційних доходів та визначення організаційно-економічних засад розвитку державного регулювання руху іноземного капіталу.

У другому розділі «Потоки капіталу та доходи від іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується» досліджено еволюцію зовнішніх позицій та впливу потоків капіталу для країн з ринком, що формується; проведено оцінку структури та динаміки статті інвестиційних доходів поточного рахунку у

досліджуваних країнах; проаналізовані показники дохідності іноземних інвестицій та фактори, що їх визначають.

Аналіз впливу м'якої грошово-кредитної політики розвинених країн на країни з ринком, що формується, свідчить про те, що в умовах глобальної нестабільності кількісне пом'якшення з боку розвинених країн, що стимулює приплив капіталу на ринки, що розвиваються, стало чинником формування волатильних потоків капіталу, які в цілому негативно відбиваються на курсах національних валют країн-реципієнтів капіталу, а в окремих випадках можуть призвести до перегріву економіки і появи дисбалансів на фінансових ринках.

На основі графічного аналізу структури зовнішніх позицій здійснено групування країн на такі, в яких зобов'язання існують в даний час в основному у вигляді капіталу – це країни ЦСЄ та Латинської Америки (розташовані над лінією в  $45^\circ$ ), а також на ті, у структурі яких превалює борг – це Балканські і пострадянські країни (розташовані під лінією в  $45^\circ$ ) (Рис.1).

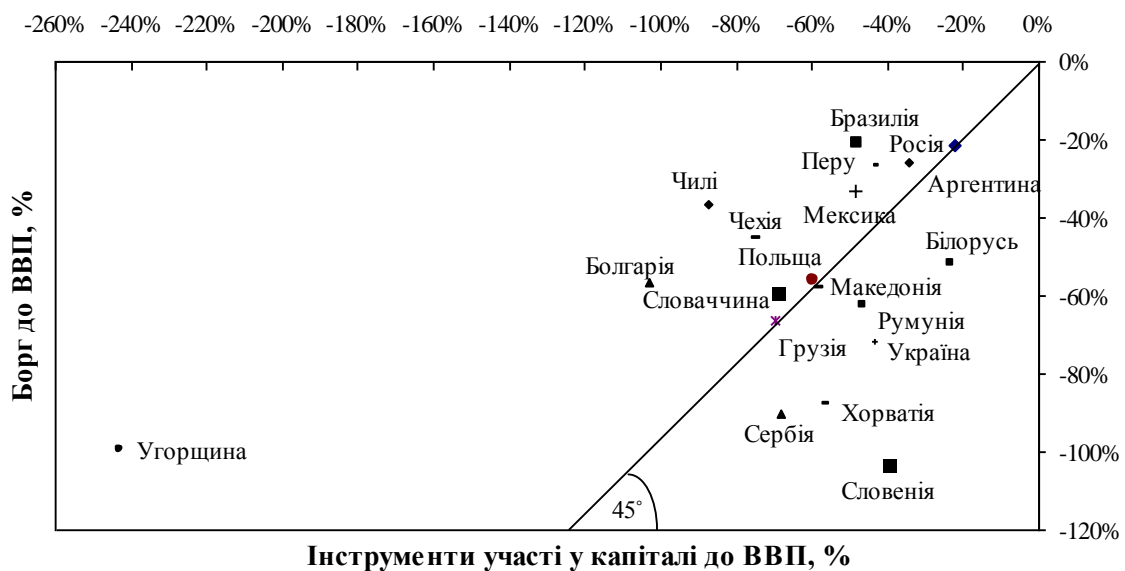


Рис. 1. Структура зобов'язань МІП: боргові зобов'язання та інструменти участі у капіталі (% від ВВП) країн з ринком, що формується, 2012 р.

Встановлено, що одночасно з припливом капіталу в країни, що розвиваються, відбувається великомасштабне вивезення доходів на раніше вкладені іноземні інвестиції. Аналіз динаміки відношення від'ємного сальдо інвестиційних доходів до ВВП для чотирьох груп країн – ЦСЄ, Латинської Америки, Балканських та пострадянських країн, дозволив зробити наступні висновки: спільною для усіх чотирьох груп країн є часова тенденція до погіршення від'ємного сальдо інвестиційних доходів, що робить країни нетто-боржниками та створює негативний тиск на поточні рахунки. Діапазон коливання показників від'ємного сальдо інвестиційних доходів становить від 0 до 11,8%. Різке погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів у багатьох країнах передувало розгортанню світової фінансової кризи.

При побудові та аналізі дохідності різних категорій іноземних інвестицій виявлено, що середні значення дохідності в більшості випадків вищі для портфельних інвестицій в акції та ПІ, ніж для боргових інвестицій. Як для країн ЦСЄ, так і для країн ЛА, ідентифіковано наявність кореляції між дохідностями аналогічних інвестиційних інструментів, що означає паралельну динаміку ринків, а, отже, неможливість диверсифікації ризиків при інвестуванні в країни з високою кореляцією дохідності інвестицій.

У результаті розрахунків коефіцієнтів покриття іноземних інвестицій встановлено, що постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень призвело до того, що репатріація прибутків від ПІ значно перевищила отримані інвестиції у таких країнах як Перу, Чилі, Чехія, Польща та Словаччина. Майже в усіх країнах Латинської Америки коефіцієнт покриття перевищував 100% у деякі роки, але особливо, починаючи з 2000-х років. Це означає, що в такі роки в країни поступало менше іноземних інвестицій, ніж вивозилося доходів іноземними інвесторами. Отже, запропонований коефіцієнт покриття іноземних інвестицій може використовуватись як сигнал нестабільності чи навіть загрози фінансової стійкості країни.

Емпірично підтверджено зв'язок між показниками дохідності відповідних інвестицій, виражених в іноземній валюті, побудованими на основі даних платіжного балансу та внутрішніми чинниками, такими як ринкові чинники дохідності (відсоткові ставки, дохідність фондового ринку) і зміною реального обмінного курсу до валюти США, що вказує на адекватну побудову показників дохідності, і що вони відображають загальні ринкові тенденції в країнах.

Таким чином, зроблено висновок, що побудова показників дохідності іноземних інвестицій на базі даних платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції є корисною апроксимацією загальних тенденцій на фінансових ринках країн, дозволяє надати оцінку вартості залучених іноземних інвестицій, може слугувати індикатором нестабільності національних фінансових систем.

У третьому розділі «Дохідність інвестицій та державне регулювання руху іноземного капіталу» ідентифіковано характер впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів шляхом побудови економетричних моделей векторних авторегресій та багатофакторних регресій методом найменших квадратів; здійснено оцінку впливу боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні; на основі дослідження існуючих підходів регулювання потоків капіталу в розвинених країнах запропоновано механізм державного регулювання руху іноземного капіталу як необхідної умови запобігання загрозовому відпливу капіталу з вітчизняної економіки.

Для перевірки висунутої на початку дослідження гіпотези, що дохідність іноземних інвестицій є важливим чинником, який викликає зовнішні дисбаланси в країнах з ринком, що формується, запропоновано модель, яка дозволяє дослідити вплив динаміки дохідності іноземних капіталовкладень на накопичення зовнішньої заборгованості країн. Побудовано векторну авторегресію часових рядів, у рамках якої

проведено тест Гренджера на взаємну причинність дохідності прямих, портфельних та інших іноземних інвестицій та зростання зовнішньої заборгованості.

$$ED_t = \alpha_1 + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} RET_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{1i} ED_{t-i} + \varepsilon_{1t} \quad (6)$$

$$RET_t = \alpha_2 + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} ED_{t-i} + \sum_{i=1}^p \gamma_{2i} RET_{t-i} + \varepsilon_{2t},$$

де ED та RET – частка приросту валового зовнішнього боргу до ВВП та дохідність іноземних інвестицій.

Отримані результати тесту Гренджера підтвердили висунуту гіпотезу про наявність впливу динаміки дохідності іноземних капіталовкладень на накопичення зовнішньої заборгованості країн (табл. 1). Таким чином, доведено, що висока дохідність приваблює іноземних інвесторів, що призводить до накопичення зовнішньої заборгованості країн та погіршення зовнішньоекономічної рівноваги.

Таблиця 1

Тест причинності Гренджера для зовнішнього боргу та різних видів інвестиційної дохідності

Країна	Досліджуваний показник	Лаги			
		Дохідність ПІІ	Дохідність портфельних інвестицій в акції	Дохідність портфельних боргових інвестицій	Дохідність інших інвестицій
Угорщина (2000Q2 2011Q3)	ED - Приріст валового зовнішнього боргу до ВВП	1,52 (0,46)	19,7 (0,00) <sup>a</sup>	21,0 (0,00) <sup>a</sup>	5,24 (0,07) <sup>c</sup>
Болгарія (2004Q1 2010Q4)		3,14 (0,20)	7,50 (0,02) <sup>b</sup>	0,13 (0,93)	1,61 (0,44)
Румунія (2002Q1 2010Q3)		10,46 (0,00) <sup>a</sup>	7,92 (0,04) <sup>b</sup>	5,24 (0,15)	1,80 (0,40)
Бразилія (2002 Q1 2011Q3)		0,56 (0,45)	1,04 (0,30)	0,02 ( 0,87)	5,86 ( 0,11)
Чилі (2002 Q1 2011Q3)		39,6 (0,00) <sup>a</sup>	7,72 (0,02) <sup>b</sup>	0,51 (0,47)	0,28 (0,59)
Перу (2002 Q1 2011Q3)		0,08 (0,76)	0,81(0,66)	11,06(0,00) <sup>a</sup>	9,87(0,00) <sup>a</sup>

Примітка: За назвою країни зазначено у дужках діапазон вибірки. У дужках поряд з Wald-статистикою подано значення Р-критерію: a, b, c являють собою 1%, 5% і 10% рівень значимості, відповідно.

На основі компаративного аналізу визначено, що ставки, за якими Україна залучає іноземні кошти, значно перевищували дохідність облігацій європейських держав, що перебували у стані боргової кризи. Проведений аналіз факторів, які впливають на вартість позик та залучення фінансування в національну економіку, дозволяє зробити ряд висновків. Окрім загальних макроекономічних аспектів, які впливають на залучення фінансування в національну економіку (недооцінка рівня девальвації національної валюти та орієнтація на номінальну дохідність, ефекти вартісної оцінки, тенденції на фондовому ринку та ін.), в Україні ситуацію ускладнюють неефективне управління зовнішнім боргом через те, що ресурси

спрямовуються на фінансування поточних бюджетних витрат, у тому числі на обслуговування зовнішньої заборгованості, а не на фінансування інвестиційних проектів і розвиток економіки. Також існуючі прогалини податкового законодавства призводять до вивезення без оподаткування доходів за кордон та зростанню частки «тіньової» економіки.

На основі систематизації існуючих підходів до державного регулювання руху іноземного капіталу запропоновано механізм захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон. (Рис. 2). Обґрунтовано, що для зниження уразливості національних фінансових систем країн з ринком, що формується, до спекулятивних потоків капіталу доцільним є застосування заходів контролю над потоками капіталу; якщо в країні спостерігається значний прихований відплив фінансових ресурсів за кордон, необхідно посилювати захист національної фінансової системи шляхом податкового механізму.



Рис. 2 Механізм реалізації державного регулювання потоків капіталу

Встановлено, що масштаби прихованого відпливу капіталу з економіки України в останні роки досягли значних обсягів. Такі процеси супроводжуються втратами бюджету через використання схем оптимізації оподаткування та пов'язані з формуванням додаткових зовнішніх зобов'язань у вигляді витрат на обслуговування боргу та дивідендів.

Отже, аналіз системних недоліків законодавчого регулювання діяльності в інвестиційній сфері, зокрема в Україні дозволяє зробити висновок, що у країнах із ринком, що формується, моніторинг процесу вивезення інвестиційних доходів іноземними інвесторами необхідно здійснювати з урахуванням таких притаманних для кожної країни особливостей, як частка компаній з офшорною юрисдикцією у загальному припливі іноземних інвестицій та мотивів інвесторів до податкової оптимізації.

## **ВИСНОВКИ**

У результаті проведеного дослідження вирішено важливу наукову задачу поглиблення теоретико-методичних основ дослідження впливу іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується, а саме впливу репатріації доходів від іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн-реципієнтів, та розробки практичних рекомендацій щодо підвищення стійкості національних фінансових систем в умовах глобальної нестабільності. Результати проведеного дослідження дозволяють сформулювати наступні висновки:

1. На основі критичного аналізу та систематизації останніх досліджень, присвячених впливу міжнародних потоків капіталу на економіку країн з ринком, що формується, обґрунтовано, що повна класифікація механізмів макроекономічного впливу різних форм потоків капіталу (ПП, портфельних та інших інвестиції) має охоплювати такі їх ознаки: офіційні чи приватні; тимчасові проти довгострокових потоків, інвестиції з фіксованим прибутком у порівнянні з інструментами участі у капіталі; та відповідних наслідків їх макроекономічного впливу, таких як економічне зростання, конкурентоспроможність, внутрішній попит, сальдо бюджету, грошова маса, міжнародні резерви, обмінний курс, процентні ставки, зовнішній борг, зовнішні дисбаланси. Результати проведеного аналізу свідчать про те, що приплив іноземного капіталу впливає на усі сфери економіки приймаючої країни. При цьому, доведено, що з одного боку, іноземні інвестиції стимулюють економічне зростання, з іншого, – створюють суттєві ризики для рівноваги платіжного балансу та проведення незалежної кредитно-грошової політики.

2. У ході дослідження визначено, що головною причиною здійснення міжнародних інвестицій є прагнення інвестора розмістити свій капітал у тій країні і в такі активи, де він буде отримувати максимальну дохідність за припустимого рівня ризику. Аналізуючи поняття дохідність інвестиційних активів як чинника міжнародного руху капіталу, зазначено, що дохідність іноземних інвестицій можна досліджувати або з погляду індивідуальних інвесторів, або з точки зору країн, які приймають ці інвестиції. Потоки інвестиційних доходів стають все більш важливими в якості елементів згладжування міжчасового споживання між ринками, що

розвиваються, і розвиненими країнами. При оцінюванні пріоритетів залучення тієї, чи іншої форми іноземних інвестицій доводиться важлива роль вартості обслуговування цих інвестицій.

На основі систематизації теоретичних концепцій формування рівня дохідності для різних видів активів: ПІ, портфельних та інших інвестицій шляхом порівняльного аналізу переваг і недоліків залучення різних форм іноземних інвестицій для країн з ринком, що формується, зроблено висновок, що прямі іноземні інвестиції мають перевагу перед зовнішніми кредитами, оскільки виплата доходів на ці інвестиції залежить від одержаного прибутку, тобто, на відміну від кредитів вони пов'язані з кінцевим результатом і з ефективністю капіталовкладень; репатріація іноземного капіталу або доходів у певній мірі регулюється реципієнтом на відміну від конкретних умов надання іноземного кредиту, що залежить від рівня ліквідності та відсоткових ставок у розвинених країнах.

3. З метою оцінки стійкості національної фінансової системи та ефективності іноземних інвестицій рекомендовано проведення моніторингу дохідності іноземних інвестицій на макроекономічному рівні з точки зору приймаючих країн. Запропоновано методика побудови показника дохідності іноземних інвестицій з погляду країн, які приймають ці інвестиції, використовуючи дані платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції країни. Зміни показників дохідності іноземних інвестицій можуть слугувати сигналами для заходів попередження виникнення кризових явищ.

Для виявлення загроз зовнішньоекономічній рівновазі розроблено коефіцієнт покриття іноземних інвестицій, який визначено як частку сумарних доходів, вивезених іноземними інвесторами у відповідних кумулятивних надходженнях фінансового рахунку. Високі значення даного коефіцієнту можуть бути інтерпретовані як сигнал нестабільності чи навіть загрози фінансової стійкості країни.

4. Аналіз впливу м'якої грошово-кредитної політики розвинених країн на країни з ринком, що формується, свідчить про те, що в умовах глобальної нестабільності кількісне пом'якшення з боку розвинених країн, стимулюючи приплив капіталу на ринки, що розвиваються, стало чинником формування волатильних потоків капіталу. Встановлено, що стала різниця в процентних ставках між розвиненими економіками і економіками, що розвиваються, підтримує чисті боргові потоки.

Дослідження структури зовнішніх позицій країн показало, що в більш розвинених країнах ЦСЄ та Латинської Америки зобов'язання існують у даний час в основному у вигляді капіталу, а не боргу, що означає більш тісну кореляцію виплачуваних за ними відсотків з внутрішньою економічною кон'юнктурою, тоді як у структурі зовнішніх зобов'язань Балканських і пострадянських країн превалює борг. Очікуючи збільшення відсоткових ставок на міжнародних кредитних ринках і відповідний негативний вплив обслуговування боргу на державний бюджет (державний борг) і сальдо рахунку поточних операцій, урядам цих країн необхідно створити умови для зменшення загального обсягу зовнішніх запозичень і знизити витрати на його обслуговування. У той же час для країн з високою часткою ПІ у

структурі зовнішніх зобов'язань постала проблема високого доходу, що сплачується за такими інвестиціями.

5. У результаті аналізу структури та динаміки статті інвестиційних доходів поточного рахунку у досліджуваних країнах виявлена часова тенденція до погіршення від'ємного сальдо інвестиційних доходів, що робить країни нетто-боржниками та створює негативний тиск на поточні рахунки. Зростання ролі сальдо інвестиційного доходу розкриває нові загрози, які постають перед країнами з ринком, що формується. Різке погіршення статті інвестиційних доходів платіжних балансів у багатьох країнах передувало розгортанню світової фінансової кризи. Існують підстави стверджувати, що Балканські та пострадянські країни будуть і надалі нарощувати обсяги виплат інвестиційних доходів, щонайменше до рівнів країн ЦСЄ та Латинської Америки, що спостерігаються зараз.

Встановлено, що постійне вивезення з країн доходів від іноземних капіталовкладень призвело до того, що репатріація прибутків від ПІІ значно перевищила отримані інвестиції у таких країнах як Перу, Чилі, Чехія, Польща та Словаччина, про що свідчать розраховані коефіцієнти покриття іноземних інвестицій.

6. При побудові та аналізі дохідності різних категорій іноземних інвестицій було виявлено, що середні значення дохідності в більшості випадків вище для портфельних інвестицій в акції та ПІІ ніж для боргових інвестицій. Це підтвердило гіпотезу, що оскільки дохідність портфельних інвестицій в акції та прямих іноземних інвестицій вимагає премію за ризик, порівнюючи з дохідністю боргових зобов'язань, їх обслуговування є дорожчим.

Розрахунки показників дохідності іноземних інвестицій дозволили встановити, що загальні доходи іноземних інвесторів у країнах ЦСЄ набували дуже високих значень в передкризові роки, в Угорщині та Румунії перевищуючи 20% у 2006-2007 роках. В Україні спостерігається дещо інша ситуація з доходами іноземних інвесторів. Так, загальний дохід не проявляв таку волатильність в передкризові роки, як у країнах ЦСЄ. Одним із факторів є незначна роль ефекту вартісної оцінки в Україні порівняно з країнами ЦСЄ, а дохідність інвестицій, тобто відношення поточних інвестиційних виплат до зобов'язань, складала основну частину прибутку іноземних інвесторів.

7. Визначено, що стійкість рахунків поточних операцій країн з ринком, що формується, стає більш залежною від впливу інвестиційного доходу. Моделювання впливу показників дохідності іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси виявило, що в країнах з ринком, що формується, ці показники мають вагомий вплив на погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу. Отже, оцінюючи ризики стабільності національної фінансової системи важливо аналізувати не тільки такі "традиційні" показники, як дефіцит бюджету, частка державного боргу у ВВП і рівень інфляції, але і звертати більше уваги на динаміку зобов'язань міжнародної інвестиційної позиції країни.

8. У результаті аналізу впливу боргової та бюджетної політик на дохідність іноземних інвестицій в Україні встановлено, що дохідність боргових зобов'язань уряду України у 2012 р. значно перевищувала середню дохідність облігацій країн з ринком,



що формується, та навіть деяких європейських держав, які перебували у стані боргової кризи. Причинами значного погіршення міжнародної конкурентоспроможності національних виробників і істотного зростання зовнішнього боргу були бюджетні дефіцити і значне зростання грошової маси.

Обґрунтовано, що в Україні необхідно стимулювати розвиток внутрішнього ринку капіталів, підвищувати зацікавленість учасників фінансового ринку у використанні гривневих інструментів. Зважена грошово-кредитна політика повинна бути спрямована на підвищення конкурентоспроможності національної економіки і зменшення залежності від зовнішнього фінансування.

9. Доведено, що для України протидія прихованому відпливу капіталів є одним із пріоритетних завдань. Запропоновано механізм захисту національних економік від прихованого та раптового відпливу фінансових ресурсів за кордон. Для зниження уразливості національних фінансових систем з країн з ринком, що формується, за ситуації припливу “гарячих” капіталів доцільно вводити тимчасовий контроль за рухом капіталів; якщо в країні спостерігається значний раптовий або прихований відплив фінансових ресурсів за кордон, необхідно посилювати захист національної фінансової системи шляхом податкового механізму та тимчасових валютних обмежень.

## **СПИСОК ОПУБЛІКОВАНИХ ПРАЦЬ ЗА ТЕМОЮ ДИСЕРТАЦІЇ**

### **Монографії, навчальні посібники:**

1. Rodionova T. Current Account Sustainability in the Central and Eastern Europe. Framework for Analyzing External Imbalances / T. Rodionova. – LAP Lambert Academic Publishing, 2012. – 52 p. ISBN 978-3-8484-3725-2.

2. Родіонова Т. А. Стійкість національних фінансових систем в умовах світової економічної кризи 2008-2010 років: монографія / С. О. Якубовський та ін. / За ред. проф. Якубовського С. О. – О. : Одеський національний університет, 2012. – 224 с. ISBN 978-617-689-004-1. (Особистий внесок дисертанта: здійснено порівняльний аналіз фінансової стійкості країн з ринками, що формуються. Оцінено динаміку зовнішнього боргу Угорщини).

3. Родіонова Т. А. Міжнародні економічні відносини: навчальний посібник / С. О. Якубовський, О. В. Горняк та ін. / За ред. проф. Якубовського С. О. – О. : Одеський національний університет, 2012. – 260 с. ISBN 978-617-689-019-5. (Особистий внесок дисертанта: розкрито сутність міжнародної інвестиційної діяльності як чинника розвитку світового господарства).

### **Публікації у наукових виданнях іноземних держав:**

4. Rodionova T. Structural Risks of Foreign Liabilities: Impact of Investment Income Repatriation in Emerging Economies / T. Rodionova // Transition Studies Review. – SPRINGER, 2013. – Volume 20, Issue 2. – P. 119-129. ISSN: 1614-4015.

5. Rodionova T. External Imbalances of Central and Eastern European countries / S.Yakubovskiy, T. Rodionova // Guram Tavartkiladze Teaching University Volume of

Scientific Works Tbilisi. – 2011. – № 1. – P. 78-84. (Особистий внесок дисертанта: запропоновано модель поточного рахунку для аналізу зовнішніх дисбалансів).

6. Rodionova T. Profitability and Sustainability of Ukrainian Banking System during the Financial Crisis / S. Yakubovskiy, T. Rodionova // Akhali Ekonomisti. Quarterly International Scientific-Practical Magazine, Precised and Reviewed. Georgia. – 2010. – № 2 (7). – p. 55-59. (Особистий внесок дисертанта: за допомогою регресійного моделювання зроблено порівняльний аналіз дохідності активів вітчизняних і іноземних банків).

### **Публікації у наукових фахових виданнях:**

7. Родіонова Т. А. Структура іноземних зобов'язань та репатріація інвестиційних доходів в країнах з ринком, що формується / Т. А. Родіонова // Вісник міжнародного слов'янського університету. – Харків, 2012. – Серія «Економічні Науки», Т. 15, № 2 – С. 79-87.

8. Rodionova T. External debt dynamics as a factor of the current account sustainability in the central and eastern European countries / T. Rodionova // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 106 (Частина I). – К.: Київський національний університет імені Тараса Шевченка Інститут міжнародних відносин, 2012. – С. 38-54.

9. Родіонова Т. А. Чинники зовнішніх дисбалансів країн ЄС: досвід для України / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Актуальні проблеми міжнародних відносин: Збірник наукових праць. – Випуск 104 (Частина II). – К. : Київський національний університет імені Тараса Шевченка Інститут міжнародних відносин, 2012. – С. 224-231. (Особистий внесок дисертанта: проаналізовано динаміку статті доходів поточного рахунку платіжних балансів нових країн-членів ЄС та країн Єврозони).

10. Родіонова Т. А. Динаміка дохідності іноземних капіталовкладень у постсоціалістичних країнах в умовах світової економічної кризи / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2012. – № 7(159). – С. 30-38.

11. Родіонова Т. А. Методичні підходи дослідження показників дохідності іноземних інвестицій / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2012. – № 5 (157). – С. 116-124.

12. Родіонова Т. А. Зовнішня заборгованість країн Центральної та Східної Європи в умовах світової економічної кризи 2008-2010 років / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Проблеми розвитку зовнішньоекономічних зв'язків і залучення іноземних інвестицій: регіональний аспект: зб. наук. пр. – Донецьк: ДонНУ, 2011. – Т.1. – С. 437-442. (Особистий внесок дисертанта: досліджено особливості бюджетної та боргової політики країн Європи в умовах світової фінансово-економічної кризи).

13. Родіонова Т. А. Чинники зростання зовнішнього боргу у країнах Європейського Союзу та в Україні / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2011. - №1 (126). – С. 48-60. (Особистий внесок дисертанта: проаналізовано динаміку та структуру зовнішнього боргу Польщі, Чехії, Угорщини та України).

14. Родіонова Т. А. Індикатори фінансової стійкості сучасної банківської системи / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2011. – №3 (128). – С. 80-88.

15. Родіонова Т. А. Фінансова система Угорщини в умовах світової економічної кризи: особливості розвитку та досвід для України / Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2010. – №22(123). – С. 25-34.

16. Родіонова Т. А. Фінансова стійкість банківської системи України в умовах світової економічної кризи / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2009. – № 4(82). – С. 3-12. (Особистий внесок дисертанта: надано оцінку фінансової стійкості банківської системи України та виявлено причини валютно-фінансової кризи в країні).

17. Родіонова Т. А. Доходність іноземних капіталовкладень в економіках України та Польщі / С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Науковий вісник Одеського державного економічного університету. – 2009. – № 9(87). – С. 3-13. (Особистий внесок дисертанта: зроблено порівняльний аналіз доходності іноземних капіталовкладень в економіках України та Польщі).

#### **Публікації в інших виданнях:**

18. Rodionova T. Returns on Foreign Liabilities in Emerging Market Economies : Reasons for Countries' Differences and Implications. – AFP WORKING PAPERS, Volume 2, 2011-2012. – P. 46-60.

19. Rodionova T. Comparative Analysis of the Factors Causing External Debt Accumulation in Georgia and Ukraine / S. O. Yakubovskiy, T. A. Rodionova // Combating the Property Rights Violation, Tax Evasion and Corruption in the Societies. Collection of scientific works, research papers and articles. – Tbilisi : Publishing House «Universal», 2008. – P. 5-9.

20. Родіонова Т. А. Доходність іноземних інвестицій як фактор стійкості поточних рахунків країн Латинської Америки та Східної Європи / Т. А. Родіонова // Добробут націй в умовах глобальної нестабільності. Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2013. – частина 1. – С. 74-76.

21. Родионова Т. А. Структурные риски внешних обязательств стран с формирующимся рынком / Т. А. Родионова // Беларусь в современном мире: Материалы XI Международной научной конференции. Белорусский государственный университет. – Минск : «Издательский центр БГУ», 2012. – С.204-206.

22. Родіонова Т. А. Вплив доходності іноземних інвестицій на рівень добробуту в країнах з ринком, що формується / Т. А. Родіонова // Збірник наукових праць міжнародного науково-практичного семінару «Емпіричні підходи щодо вивчення рівня добробуту у країнах СНД», Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2012. – С. 49-51.

23. Родіонова Т. А. Вплив ефектів вартісної оцінки міжнародних інвестиційних позицій на добробут країн / Т. А. Родіонова // Добробут націй в умовах

глобальної нестабільності. Збірник матеріалів міжнародної науково-практичної конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2012. – частина 1. – С. 93-94.

24. Родіонова Т. А. Дохідність іноземних капіталовкладень як чинник накопичення зовнішніх дисбалансів в країнах - нових членах ЄС / Т. А. Родіонова // Збірник матеріалів III Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених та студентів «Маркетингове управління конкурентоспроможністю», Дніпропетровський університет економіки та права імені Альфреда Нобеля. – 2012. – С. 252-253.

25. Родионова Т. А. Динамика внешней задолженности как фактор развития экономики Республики Беларусь и Украины / Т. А. Родионова, С. А. Якубовский // Новые вызовы в экономике XXI века : международная научно-практическая конференция. Институт экономики НАН Беларуси. – Минск : «Право и экономика», 2011 – С. 668-670.

26. Rodionova T. Dynamics of the Balance of Payments and Sustainability of the Financial Systems of the Central and Eastern European Countries / T. Rodionova // Materials of the international scientific conference «Economic integration as a condition of welfare in the CIS». Odessa National Mechnikov University. – 2011. – №2. – P. 64-66.

27. Rodionova T. Current Account Deficits and External Debt Dynamics of the Central and Eastern European Countries / T. Rodionova // Materials of the 2-nd International Scientific Conference «Post-Crisis Global Economy : Restoration of Equilibrium» July 5-6, 2011, Kyiv Taras Shevchenko National University. Institute of International Relations. – P. 66-73.

28. Родіонова Т. А. Динаміка зовнішнього боргу країн Європейського Союзу / Т. А. Родіонова // Збірник матеріалів II Всеукраїнської науково-практичної конференції молодих вчених та студентів «Маркетингове управління конкурентоспроможністю» 25 березня 2011 р., Дніпропетровський університет економіки та права імені Альфреда Нобеля. – С. 266-268.

29. Родіонова Т. А. Динамика ресурсной базы банковской системы Украины // Т. А. Родіонова // Постсоціалістичні країни в умовах світової фінансово-економічної кризи. Збірник наукових праць конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2009. – частина 2. – С. 30-33.

30. Родіонова Т. А. Зовнішня заборгованість як фактор нестабільності банківської системи України // С. О. Якубовський, Т. А. Родіонова // Постсоціалістичні країни в умовах світової фінансово-економічної кризи. Збірник наукових праць конференції. Одеський національний університет імені І. І. Мечникова. – 2009. – частина 1. – С. 23-26.

#### **АНОТАЦІЯ**

**Родіонова Т. А. Дохідність іноземних інвестицій в країнах з ринком, що формується. – Рукопис.**

Дисертація на здобуття наукового ступеня кандидата економічних наук за спеціальністю 08.00.02 – світове господарство і міжнародні економічні відносини. – Харківський національний університет імені В. Н. Каразіна, Міністерства освіти і науки України, Харків, 2014.

Дисертаційну роботу присвячено розвитку теоретико-методичних основ дослідження впливу іноземних інвестицій на стійкість національних фінансових систем в країнах з ринком, що формується, а саме впливу дохідності іноземних інвестицій на зовнішні дисбаланси країн-реципієнтів.

Обґрунтовано, що моніторинг дохідності інвестицій на макроекономічному рівні з точки зору приймаючих країн рекомендується для доповнення комплексу індикаторів стійкості національної фінансової системи. Запропоновано науково-методичний інструментарій побудови показників дохідності іноземних інвестицій на основі даних платіжного балансу і міжнародної інвестиційної позиції та розрахунку коефіцієнту покриття іноземних інвестицій, який може слугувати індикатором вартості залучених іноземних інвестицій та нестабільності в країнах. Оцінено характер впливу дохідності іноземних інвестицій на формування зовнішньоекономічних дисбалансів (погіршення динаміки поточних рахунків та зростання зовнішнього боргу).

Визначено напрями розвитку державного регулювання руху іноземного капіталу, реалізація яких урядами країн з ринком, що формується, дозволить захистити національні фінансові системи від прихованого відпливу фінансових ресурсів за кордон.

*Ключові слова:* дохідність іноземних інвестицій, країни з ринком, що формується, зовнішні дисбаланси, поточний рахунок, зовнішній борг, стійкість національної фінансової системи, оподаткування доходів іноземних інвесторів.

## АННОТАЦІЯ

**Родионова Т. А. Доходность иностранных инвестиций в странах с формирующимся рынком. – Рукопись.**

Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук по специальности 08.00.02 – мировое хозяйство и международные экономические отношения. – Харьковский национальный университет имени В. Н. Каразина Министерства образования и науки Украины, Харьков, 2014.

Диссертационная работа посвящена развитию теоретико-методических основ исследования влияния иностранных инвестиций на устойчивость национальных финансовых систем в странах с формирующимся рынком, а именно влияния доходности иностранных инвестиций на внешние дисбалансы стран-реципиентов.

В работе систематизированы теоретические положения экономической науки относительно механизмов макроекономического влияния потоков капитала на экономику стран с формирующимся рынком.

Раскрыты основы формирования уровня доходности для различных видов активов: ПИИ, портфельных и других инвестиций. Исследована эволюция внешних позиций, структура и динамика статьи инвестиционных доходов текущего счета в странах с формирующимся рынком.

Обосновано, что мониторинг доходности инвестиций на макроекономическом уровне с точки зрения принимающих стран рекомендуется для дополнения комплекса индикаторов устойчивости национальной финансовой системы.

Предложен научно-методический инструментарий построения показателей доходности иностранных инвестиций на основе данных платежного баланса, международной инвестиционной позиции и расчета коэффициента покрытия иностранных инвестиций, который может служить индикатором стоимости привлеченных иностранных инвестиций и нестабильности в странах. Оценен характер влияния доходности иностранных инвестиций на формирование внешнеэкономических дисбалансов (ухудшение динамики текущих счетов и рост внешнего долга).

Выявлена взаимосвязь между политикой количественного смягчения развитых стран и притоком иностранных инвестиций в страны с формирующимся рынком.

Исследовано влияние долговой и бюджетной политик на доходность иностранных инвестиций в Украине путем оценивания стоимости иностранных кредитных ресурсов по инструментам и источникам финансирования.

Определены направления развития государственного регулирования движения иностранного капитала, реализация которого правительствами стран с формирующимся рынком, позволит защитить национальные финансовые системы от скрытого оттока финансовых ресурсов за границу.

*Ключевые слова:* доходность иностранных инвестиций, страны с формирующимся рынком, внешние дисбалансы, текущий счет, внешний долг, устойчивость национальной финансовой системы, налогообложение доходов иностранных инвесторов.

#### **ABSTRACT**

**Rodionova T. Returns on Foreign Investments in Emerging Markets. – Manuscript.**

Dissertation for the scientific degree of candidate of economic sciences, specialty 08.00.02 – World Economy and International Economic Relations. – V. N. Karazin Kharkiv National University of Ministry of Education and Science of Ukraine, Kharkiv, 2014.

Dissertation is devoted to the development of theoretical and methodological approaches to study the impact of foreign investments on the stability of national financial systems in emerging markets, namely the impact of returns on foreign investments onto external imbalances of the recipient countries.

It is justified that monitoring the returns on investments at the macro level from the perspective of recipient-countries is recommended to complete a set of indicators of stability of the national financial system. A methodology is proposed to compute indicators of returns on foreign investment based on the balance of payments and international investment position data and calculate the coverage ratio of foreign investment, which can serve as an indicator of the cost of foreign investments and instability in the country. The influence of returns on foreign investments onto the formation of external imbalances (worsening current account dynamics and external debt accumulation) is evaluated.

The directions of development of state regulation of foreign capital flows are developed, the implementation of which by governments of emerging economies will protect the financial systems from the hidden outflow of financial resources abroad.

*Keywords:* returns on foreign investment, emerging markets, external imbalances, current account, external debt, sustainability of the national financial system, taxation of income of foreign investors.

Підписано до друку 13.01.2014 р.