

УДК 330.322(477)

**Ратушна Ю. С.**  
*аспірант кафедри фінансів  
Університету державної фіскальної служби України*

**Ratushna Julia**  
*PhD Applicant  
National University of the State Fiscal Service of Ukraine*

## ФАКТОРИ РОЗВИТКУ ІНОЗЕМНОГО ФІНАНСОВОГО ІНВЕСТИВАННЯ

**Анотація.** У роботі пропонується науковий підхід до визначення факторів розвитку іноземного фінансового інвестування для забезпечення умов збалансованого економічного зростання менш розвинених країн. Проаналізовано фінансові та макроекономічні чинники, що сприяють припливу фінансових інвестицій на ринки менш розвинених країн. Проаналізовано динаміку іноземних інвестицій у країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону. Виділено такі чинники припливу іноземних фінансових інвестицій, як рівень прибутковості торгівлі на національних ринках, ступінь волатильності індексів, наявність чи відсутність бар'єрів для іноземних інвестицій, наявність стандартів корпоративного управління, підвищення прозорості розкриття інформації, наявність перешкод для вводу/виводу інвестицій та прибутків. Акцентовано, що країни мають розпочати політику залучення іноземних фінансових інвестицій для запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління та підвищення інформаційної прозорості.

**Ключові слова:** фінансові інвестиції, іноземні інвестиції, фондові біржі, інвестиційна привабливість, країни, що розвиваються.

**Вступ та постановка проблеми.** Іноземне фінансове інвестування (ІФІ) відіграє вагомий роль у фінансовому розвитку менш розвинених країн, тому що навіть у тих країнах, де нагромаджені значні внутрішні заощадження, вони не завжди можуть спрямовуватися в інвестиції через відсутність розвиненого ринкового механізму інвестування в акціонерний капітал; недостатню базу інвесторів; нестачу вільних фінансових ресурсів, що знижує попит на цінні папери на національному фондовому ринку. Проте не всім країнам вдається залучити необхідний обсяг інвестицій. Для вирішення цього завдання необхідно дослідити чинники, які впливають на рух іноземних фінансових інвестицій, що становить основу для формування ефективної політики залучення інвестицій у країну.

**Аналіз останніх досліджень і публікацій.** Проблемі розвитку іноземного інвестування присвячено багато праць. Питання залучення іноземних інвестицій

в Україну знайшли відображення у дослідженнях багатьох вітчизняних учених: Л. Аксьонової, О. Балануца, О. Барановського, Я. Бережного, В. Гесця, А. Гриньова, С. Гуткевич, О. Гудзинського, Б. Данилишина, Я. Жаліла, Ю. Коваленко, О. Майорової, О. Мозгового, С. Мочерного, Ю. Нестерчук, Ю. Полякова, О. Полетаєва, О. Підлісної та багатьох інших. Серед зарубіжних досліджень слід назвати праці А. Ехерна, Г. Леві, М. Леві, Г. Едісона і Ф. Уорнока, Г. Бекерта, К. Харві та К. Ландблада, Ахмеда і Злейта, Гоша, Гріффіна, Річардса, Бреннана і Цао, Арона, Кордасє і Жибо, Портеса і Рея та багато інших.

Незважаючи на детальний аналіз руху іноземних інвестицій, проблематиці факторного аналізу саме фінансових іноземних інвестицій дотепер було приділено недостатню увагу.

**Метою** даної роботи є дослідження факторів припливу іноземних фінансових інвестицій у менш розви-

нені країни, що дасть можливість сформулювати висновки для підвищення інвестиційної привабливості фінансового ринку України.

**Результати дослідження.**

Прихід іноземних інвесторів дає змогу поліпшити ситуацію на національному фондовому ринку менш розвинених країн за рахунок, насамперед:

забезпечення пропозиції додаткових фінансових ресурсів; розпорощення ризиків на більше коло учасників;

збільшення ліквідності вторинного ринку, що стимулює його зростання;

сприяння збалансуванню попиту та пропозиції на фондовому ринку, що дає змогу зменшити волатильність ринку та поліпшити ціноутворення у довгостроковій перспективі.

Додаткові переваги іноземного фінансового інвестування полягають у такому:

іноземні інвестори сприяють адаптації національного фондового ринку до міжнародних стандартів та дотриманню жорстких вимог до корпоративного управління щодо вищої якості інформації, високого рівня захисту прав інвесторів та кращих стандартів корпоративного управління;

участь іноземних інвесторів сприяє зменшенню вартості капіталу, оскільки торгівля місцевими цінними паперами здійснюється з урахуванням глобальних чинників ризику;

вітчизняні фірми з часткою іноземної власності ефективніші та більш конкурентоспроможні, ніж національні фірми.

Таким чином, низка переваг іноземного фінансового інвестування для розвитку національних фондових ринків та фінансового забезпечення діяльності національних корпорацій зумовила переважну орієнтацію країн, що розвиваються, на залучення іноземних інвесторів. Для цього більшість країн, що розвиваються, здійснили лібералізацію у сфері припливу іноземних капіталів протягом останніх 30 років. Дж. Бекерт, К. Харві та К. Ландблад [4] зазначають, що ринки, що розвиваються, розпочали цей процес наприкінці 1980-х та в першій половині 1990-х років. Г. Едісон і Ф. Уорнок [8], аналізуючи трансформацію норм контролю над рухом фінансового капіталу, виявили, що більшість країн, що розвиваються, досягли більшої відкритості за період 1990–2000-х років. Унаслідок лібералізації регулювання руху капіталів обсяги інвестицій на фондові ринки країн, що розвиваються, значно зросли з другої половини 1990-х років до початку глобальної фінансової кризи у 2008–2009 рр. Однак, незважаючи на тенденцію до відкритості та інтеграції, міжнародні фінан-

сові ринки не досягли ідеальної міри інтегрованості, і дотепер на ринках менш розвинених країн зберігаються певні перешкоди для інвестицій. Причини цього явища, наприклад, А. Ехерн, [1], Г. Леві, М. Леві [13] вбачають у негативній кореляції між прибутками від фінансового інвестування на міжнародних та національних ринках, що не стимулює приплив інвестицій у країни, незважаючи на загальне зниження обмежень щодо іноземного притоку інвестицій.

Після періоду уповільнення руху потоків капіталів у кризовий період 2008–2010 рр. іноземні інвестиції на ринки країн, що розвиваються, знов почали зростати і досягли стабільних значень на кінець 2017 р. [9]. За розрахунками Ахмеда і Злейта [2], саме ці потоки зробили значний внесок у зростання ВВП та фінансових ринків країн, що розвиваються. Окремі показники припливу ІФІ на фондові ринки менш розвинених країн містяться в табл. 1. Оцінювалися показники бірж (сукупна капіталізація цих ринків становила 104 трлн. дол. США на кінець грудня 2017 р., або майже 43% загальної капіталізації ринків що розвиваються (emerging and frontier markets).

Як видно з даних табл. 1, протягом 2007–2017 рр. приплив ІФІ до менш розвинених країн зростав, проте темпи росту були вкрай волатильними. За оцінками західних фахівців, середньомісячний приплив на фондові ринки країн, що розвиваються, становив 70,10 млн. дол. США, починаючи з відтоку 6,5 млрд. дол. США (мінімум) до припливу на рівні майже 13 млрд. дол. США (максимум). Середньоквартальний приплив становив 205,96 млн. дол. США (мінімум – мінус 11 млрд. дол. США; максимум – 13 млрд. дол. США); річний приплив становив 800,82 млн. дол. США (мінімум – мінус 19 млрд. дол. США; максимум – 23 млрд. дол. США).

Аналіз даних табл. 1 надає підстав для висновку, що приплив коштів іноземних інвесторів суттєво впливає на активність фондових ринків менш розвинених країн, хоча спостерігаються великі варіації за вибіркою: середня частка участі іноземних інвесторів у торгівлі становила 31% від загальної вартості торгів, а в цілому коливалася від 1% до 94%. Частка іноземних інвесторів серед присутніх на фондовому ринку в середньому становить 15% і коливається від майже нуля до 63%.

Яскравим прикладом активного розвитку іноземного фінансового інвестування є країни Азіатсько-Тихоокеанського регіону, які приділяють велику увагу розвитку внутрішніх ринків облігацій для зменшення надмірної залежності корпорації від банківського кредитування [16]. Саме

Таблиця 1

**Показники припливу ІФІ на фондові ринки менш розвинених країн**

Показник	Значення	Стандартне відхилення	Середнє	Мінімальне	Максимальне
Ринкова капіталізація, млрд. дол. США	380,82	471,96	130,46	2,63	2404,84
Іноземні компанії	8,57	17,47	1,00	0,0	87,0
Національні компанії	564,82	982,17	275,0	29,0	5985,0
Приплив, млн. дол. США, у т. ч.					
Місяць	70,10	836,91	6,27	-6507,64	12990,09
Квартал	205,96	1636,67	22,45	-11306,73	13640,99
Півроку	400,86	2598,17	70,95	-12443,43	15568,9
Рік	800,82	4226,63	177,74	-19110,53	23784,42
Частка іноземних інвесторів у обсязі торгівлі, %	31,0	20,0	26,0	1,0	94,0
Частка іноземних інвесторів у загальній кількості, %	15	16	9	0	63

Джерело: складено за [17]

розвиток ринків корпоративних облігацій, деномінованих у національній валюті, визнано урядами цих країн необхідним для мінімізації так званих «подвійних невідповідностей» (йдеться про ризики невідповідності валюти розрахунку та строків погашення). Із цими ризиками банки в багатьох країнах Азії та Тихоокеанського регіону стикнулися ще до кризи 1997–1998 рр. Валютна невідповідність виникла через надмірні запозичення комерційних банків в іноземній валюті з-за кордону та спрямування цих коштів на кредитування приватного сектору в національних валютах. Невідповідність строків погашення була пов'язана з короткостроковістю запозичень комерційних банків від іноземних банків та спрямуванням цих коштів у довгострокове кредитування приватного сектору.

Для мінімізації подвійних ризиків невідповідності країни Азіатсько-Тихоокеанського регіону зробили наголос на розвитку ефективних та ліквідних фондових ринків державних облігацій, які спроможні стати еталоном ціноутворення для корпоративних облігацій, і ринків корпоративних облігацій, деномінованих у національній валюті з тривалим терміном обігу. Для мінімізації валютних ризиків нині більшість державних і корпоративних облігацій цих країн номінована в місцевих валютах. Згідно з даними Світової федерації бірж [17], облігації, деноміновані в іноземних валютах, переважно випускають корпорації Кореї, Китаю, Японії, Гонконгу. Ці облігації переважно випускаються в доларах США, невелика частка – в євро та японських ієнах. Найбільшим емітентом облігацій, деномінованих в іноземній валюті, є Китай: вартість випущених валютних державних та корпоративних облігацій сягає 659 млрд. дол. США, або 7,5% від загальної суми вартості облігацій, випущених у країні у 2017 р. (табл. 2). Другий за величиною обсяг облігацій в іноземній валюті мала Японія (410 млрд. дол. США), але сума становила лише 3,7% від загальної вартості облігацій в обігу в 2017 р. Натомість у Гонконзі випущено облігацій в іноземній валюті лише на 167 млрд. дол. США, але це майже 40,9% від загальної вартості облігацій в обігу.

У цілому цінні папери країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону досить надійні, мають високий рейтинг (мало сміттєвих облігацій) і короткий термін обігу і тому привабливі для іноземних інвесторів. Високим попитом іноземних інвесторів користуються державні облігації. Згідно з даними Світової федерації бірж [17], іноземні інвестори тримають понад 40% державних облігацій, випущених в Індонезії, 29% – в Малайзії та 16% – у Таїланді (станом на кінець 2017 р.). Це зумовлено їх висо-

кою надійністю, тому що державні облігації, випущені урядами Індонезії, Малайзії, Кореєю, Філіппінами та Таїландом включені до багатьох індексів суверенних облігацій у національній валюті на ринках, що розвиваються. Найбільш привабливими для іноземних інвесторів є індонезійські та малайзійські облігації через їх високу прибутковість. Проте в Китаї іноземні інвестори володіють лише 3,5% державних облігацій через збереження низки обмежувальних заходів щодо припливу капіталу.

Уподобання іноземних інвесторів певною мірою впливають на структуру фондового ринку зазначених країн. Із табл. 2 видно, що найбільшим сегментом фондового ринку більшості країн Південно-Східної Азії та Тихоокеанського регіону є сегмент державних облігацій. Винятком є Корея, де розмір ринку корпоративних облігацій перевищує розмір ринку державних облігацій. Це підтримується спрямованістю політики Кореї на розвиток ринку корпоративних облігацій, що проводиться ще з початку 1970-х років. До основних заходів цієї політики слід віднести: запровадження системи гарантій під облігації у 1972 р.; усунення обмежень на інвестування у внутрішні облігації іноземними інвесторами після азіатської економічної кризи 1997–1998 рр.; випуск цінних паперів, надійно забезпечених активами, у 1998 р.; надання державної підтримки ринку корпоративних облігацій на початку 2000-х років (коли в 2000 р. розпалася група «Деу» (Daewoo) та розгорнулися бухгалтерські скандали щодо окремих великих корпорацій у 2003 р.); запровадження схеми швидкого андеррайтингу Банком розвитку Кореї; створення ефективних фондів облігацій та ринку кваліфікованих інституційних покупців.

Отже, саме завдяки приливу іноземних фінансових інвестицій фондові ринки азійських країн в останні п'ятнадцять років зростали, незважаючи на проблеми з ліквідністю і, відповідно, відносно низькі обсяги торгів як урядовими, так і корпоративними облігаціями (табл. 3).

Окрім фондових ринків, розвиток ІФІ впливає на стан платіжного балансу країн-приймальниць і є наслідком як політики країни, так і чинного рівня фінансового розвитку країни, що, своєю чергою, відбивається у нерівномірності та різній інтенсивності фінансових зв'язків між країнами. Так, наприклад, за 2003–2017 рр. міжнародний інвестиційний портфель активів Японії до інших країн становив 3,5 трлн. дол. США, при цьому на США та ЄС припадало 36% і 30% відповідно. Натомість частка США та ЄС в інвестиціях в Японію (усього 1,7 трлн. дол. США) становила 39% і 34% відповідно. Отже, іноземні інвести-

Таблиця 2

Вартість облігацій у національній та іноземній валютах у країнах Азіатсько-Тихоокеанського регіону, млрд. дол. США, на кінець 2017 р.

Країни	У національній валюті			В іноземній валюті			Частка цінних паперів в іноземній валюті, %
	Державні облігації	Корпоративні облігації	Усього	Державні облігації	Корпоративні облігації	Усього	
Японія	9523	692	102015	141,403	269,28	410,6	3,7
Китай	5928	2290	8221	58	601	659	7,4
Гонконг	143	98	241	0	167	167	40,9
Корея	827	1193	2020	31	122	153	7
Індонезія	156	29	184	66	35	101	35
Малайзія	163	152	318	10	31	41	11,5
Філіппіни	83	20	102	29	11	40	27,9
Сінгапур	266	10	272	660	0	660	70,5
Таїланд	252	95	346	2	14	16	4,4

Джерело: складено за [16]

Ринкова капіталізація бірж у країнах Південно-Східної Азії та Тихоокеанського регіону, млрд. дол. США

Країна	Біржа	2003	2017	% зміни
Японія	Japan Exchange Group	2953,098	6222,825	111
Китай, PRC	Shanghai Stock Exchange	360106	5089631	1313
	Shenzhen Stock Exchange	152872	3621636	2269
Гонконг	Hong Kong Exchanges and Clearing	714,597	4,350,515	509
Корея	Korea Exchange	298,248	1,771,796	494
Індонезія	Indonesia Stock Exchange	54,659	520,687	853
Малайзія	Bursa Malaysia	160,814	455,772	183
Філіппіни	Philippine Stock Exchange	23,176	290,401	1153
Сінгапур	Singapore Exchange	148,503	787,255	430
Таїланд	The Stock Exchange of Thailand	119,017	548,795	361
Австралія	Australian Securities Exchange	585,530	1,508,463	158

Джерело: складено за [16]

ції з Японії майже вдвічі перевищили інвестиції в Японію, що дає змогу охарактеризувати її як великого чистого міжнародного портфельного інвестора (кредитора). Так само Китай є чистим міжнародним портфельним інвестором, тому що активи його міжнародного портфеля (1,1 трлн. дол. США) перевищували його зобов'язання (390 млрд. дол. США). Натомість Південна Корея є чистим боржником: її міжнародні зобов'язання (449 млрд. дол. США) були в 2,5 рази більше від активів (181 млрд. дол. США). Міжнародні зобов'язання Австралії (966 млрд. дол. США) були у 1,7 рази більше активів (572 млрд. дол. США).

Отже, серед країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону найбільшим іноземним інвестором є Японія (3,5 трлн. дол. США), за нею слідує Гонконг і Китай (1,1 трлн. дол. США), Австралія (572 млрд. дол. США), країни АСЕАН-5 (946 млрд. дол. США). Найбільшими інвесторами у цінні папери країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону були США та ЄС, на які припадало понад 60% загального обсягу іноземних портфельних активів у країні цього регіону. Проте в окремих країнах ця частка була незначною: у Гонконзі та Китаї – 24%; для АСЕАН-5 – 37%; у Кореї – 50%.

Слід відзначити, що іноземні інвестиції активно рухалися всередині зазначеного регіону: близько 28% загального обсягу міжнародних іноземних інвестицій із країн АСЕАН-5 розміщено в тому ж Азіатсько-Тихоокеанському регіоні, майже стільки ж – 27% – у США і 10% – в ЄС. Серед країн Азіатсько-Тихоокеанського регіону Гонконг і Китай були найбільшими інвесторами у цінні папери свого регіону (на суму 404 млрд. дол. США). Друге місце посідали Японія (235 млрд. дол. США) і Сінгапур (218 млрд. дол. США). Відносно іноземних активів, випущених у США та ЄС, то Гонконг, Китай, Корея і Сінгапур мали найбільші обсяги іноземних портфельних активів. Наприклад, іноземні портфельні інвестиції Гонконгу, Китаю у власний регіон становили 404 млрд. дол. США, що більше, ніж інвестиції у цінні папери ЄС (165 млрд. дол. США) і США (99 млрд. дол. США). Таким чином, країни Азіатсько-Тихоокеанського регіону були привабливими для іноземних інвесторів, як американських та європейських, так і власних країн, що стимулювало потоки інвестицій у ці країни. Проаналізуємо детальніші чинники, що стимулюють рух ІФІ.

Аналіз наукової літератури, присвяченої потокам ІФІ, дає змогу стверджувати, що основними (базовими) мотивами їхнього руху є прибутковість фінансового інвестування в країні-донорі, що породжує потоки капіталу (фактори «витискання»), та прибутковість у країні – приймальниці ІФІ (фактори «тяжіння») [6; 10; 15; 8].

Гхош та ін. [11] вказують на те, що і фактори витискання, і фактори тяжіння одночасно впливають на потоки капіталу, провокуючи зміни у пропозиції грошових коштів та цінних паперів. Фактори, що визначають можливість повернення інвестицій та виведення прибутків від них, також є вкрай важливими [12; 15]. При цьому автори вказують на неоднозначність дії фактору співвідношення між дохідністю іноземних інвестицій усередині країни та за кордоном, тому що, з одного боку, високі прибутки від інвестицій можуть заохотити інвесторів інвестувати у свою власну країну, а з іншого – більш високі доходи надають іноземним інвесторам більше вільних ресурсів для інвестування за кордон (так званий «ефект багатства» [6]). Згідно з результатами досліджень західних фахівців, зокрема Арона [3], Гріффіна [12], Річардса [15], основними зовнішніми чинниками руху іноземних фінансових інвестицій є співвідношення між прибутковістю на національному фінансовому ринку та на американських і/або європейських біржах. Едісон і Уорнок [8] та Кордасьє і Жибо [7] вважають, що міжнародні інвестори частіше інвестують у ті менш розвинені країни, де доходи від інвестицій вищі за доходи від інвестування у власних країнах, тобто є можливість використання можливостей арбітражу на міжнародному рівні (див. також Портес і Рей) [14]. Однак такі науковці, як Г. Леві та М. Леві [13], вказують на обмеженість цих можливостей, оскільки зростаюча інтеграція фінансових ринків утруднює отримання вищих прибутків через позитивні кореляції цін у міжнародному масштабі. Також деякі автори вважають, що прибутки від інвестицій позитивно корелюють із припливом іноземних інвестицій через позитивний вплив на багатство країни, що приймає інвестиції (прояв «ефекту багатства»).

Фактором збільшення прибутків від іноземних фінансових інвестицій в окремих випадках може бути нестабільність ринкових індексів, зокрема зміни за місяць ринкових індексів (Доу-Джонсон, S&P500, DAX, FTSE100 і CAC40, MSCI Emerging Markets, MSCI Frontier Index і FTSE) [18; 19]. Для спекулятивних фінансових інвестицій велике значення має щоденна волатильність цін на цінні папери як стандартне відхилення дохідності протягом дня від обчисленого індексу дохідності протягом попереднього місяця. За дослідженнями західних науковців, обсяги припливу ІФІ позитивно корелюють із волатильністю біржових індексів, зокрема позитивно реагують на різницю між рухом міжнародних та національних індексів. Проте в умовах вищої невизначеності міжнародні інвестори, як правило, вважають за краще інвестувати в розвинені економіки.

Поширена в науковій літературі думка, що вагомим чинником підвищення прибутковості ІФІ і, відповідно, його привабливості для інвесторів є внутрішня прибутковість акцій та цінних паперів. Зокрема, Бон і Тесар (1996 р.) [5] установили, що чисті покупки акцій американськими інвесторами позитивно пов'язані з очікуваннями щодо перевищення доходів від іноземних фінансових інвестицій справедливої вартості акцій у 12 з 22 аналізованих ними країн. При цьому Бреннана і Цао [6] зауважують, що внутрішні прибутки повинні бути достатньо високими, щоб була сформована мотивація для іноземних інвесторів.

Чинниками, які впливають на дохідність ІФІ, є такі характеристики попиту, як невизначеність та волатильність [8, с. 2021], тому що більшість інвесторів упродовжують пасивні інвестиційні стратегії на основі спостереження таких показників, як індекси MSCI<sup>1</sup> та/або FTSE Russell тощо. Тому коливання ставок дохідності, що пов'язані з динамікою цих індексів, впливають на настрої міжнародних інвесторів та їх бажання інвестувати. Отже, динаміку індексів на фондових ринках певною мірою можна віднести до факторів мотивації ІФІ.

Таким чином, до базових чинників, що позитивно впливають на потоки ІФІ, можна віднести прибутковість інвестування в країнах, співвідношення між номінальними та внутрішніми цінами цінних паперів (тобто ступінь недооцінки або переоцінки цінних паперів на ринку певної країни), волатильність цін, динаміку індексів на фондових ринках.

На відміну від вищезазначених чинників, що стимулювали рух інвестицій, є фактори, що збільшують операційні витрати для іноземних інвесторів та знижують їхні прибутки. Це можуть бути як явні (законодавчі обмеження), так і неявні, пов'язані з особливостями функціонування фінансових ринків. В історичній ретроспективі це перешкоди, що були пов'язані з недосконаліми технологіями управління капіталом, обмеженнями прав власності іноземних інвесторів, а також валютними обмеженнями країн, що намагалися закритися від спекулятивного припливу капіталу, особливо у кризові періоди 1997–1998 рр. та 2008–2009 рр. Зниження перешкод є досить складним завданням, пов'язаним із проведенням реформ щодо як фінансових ринків, так і реальної економіки. Для врахування впливу явних перешкод для розвитку ІФІ доцільно спиратися на річні економічні звіти (AER) МВФ та методологію агенції S&P для розрахунку коефіцієнта інвестиційної ваги (IWF) для включення до індексів IFCI<sup>2</sup>, S&P, Dow Jones. До основних перешкод у зазначених звітах віднесено такі:

- обмеження права власності на володіння певними об'єктами іноземними інвесторами;
- обмеження участі іноземних інвесторів в окремих видах економічної діяльності;
- наявність різних класів акцій для іноземних та національних інвесторів;
- прямі адміністративні обмеження припливу ІФІ;
- обмеження на репатріацію прибутків;
- податки на приріст капіталу, дивіденди, різноманітні податки та гербові збори. у регресійних моделях для

визначення впливу цих чинників застосовується двійковий індикатор (наявний або відсутній).

Окрім зазначених явних обмежень руху капіталу існує низка неявних, до яких, зокрема, належать інформаційні витрати. Так, чим вища прозорість економічної системи у цілому та фондового ринку зокрема, тим привабливішою він є для іноземних інвесторів. Для збільшення інформаційної прозорості потрібно:

• рекомандоване/обов'язкове розкриття інформації (статистичних даних) англійською мовою;

• дотримання стандартів бухгалтерського обліку МСФЗ; включеність країни або її фондового ринку до індексу MSCI Emerging Markets, що означає відповідність країни/ринку певним мінімальним стандартам щодо корпоративного управління, інституційної якості, принципу верховенства права.

Загалом поліпшення корпоративного управління сприяє вищому припливу ІФІ за рахунок зниження інформаційних витрат, зокрема дотримання стандартів МСФЗ, що, за результатами аналізу, забезпечує збільшення припливу на 183 млн. дол. США протягом 10 років. Включення країни до MSCI EM може збільшити приплив іноземних інвестицій майже на 350 млн. дол. за 10 років.

Тому більшість країн намагається запровадити жорсткіші вимоги до дотримання стандартів корпоративного управління, щоб стимулювати ІФІ у довгостроковій перспективі. Впровадження кращих стандартів корпоративного управління створює більш сприятливе середовище для інвесторів, особливо для іноземних. Наприклад, для розвитку ІФІ провідна турецька фондова біржа Borsa Istanbul, один із членів – засновників Ініціативи з розвитку стабільних фондових бірж, реформувала вимоги корпоративного управління для компаній, які на ній котируються, у січні 2014 р. в частині посилення вимог до розкриття інформації про керівництво, склад правління, аудит тощо. На зазначеній біржі також використовується Індекс стійкості BIST, щоб створити платформу для порівняння показників компаній щодо екології, соціального та управлінського потенціалу (ESG). Ці сприяло поширенню чесних і прозорих практик торгівлі на Borsa Istanbul у Туреччині.

На Московській біржі у 2014–2016 рр. для приведення норм регулювання у відповідність до міжнародних стандартів було реформовано вимоги до лістингу та стандартів корпоративного управління відповідно до кращих міжнародних практик (новий кодекс корпоративного управління був розроблений спільною роботою групи з ОЕСР).

У Нігерії для підвищення довіри інвесторів і підвищення конкурентоспроможності Нігерійської фондової біржі<sup>3</sup> у листопаді 2014 р. було розроблено та впроваджено систему рейтингів корпоративного управління (CGRS). Ініціатива являла собою консолідовану оцінку якості корпоративного управління всіх компаній, що знаходяться в лістингу на біржі. Після пілотного періоду їх запровадження в 2014 та 2015 рр. CGRS була запроваджена для всіх зареєстрованих на біржі компаній у 2016 р. Виконання вимог CGRS було визначене як один із ключо-

<sup>1</sup> MSCI World Index (англ. Morgan Stanley Capital International World Index) – фондовий індекс, що відбиває ситуацію на світовому фондовому ринку. Він розраховується і публікується американською компанією MSCI Inc. Індекс публікується з 31 грудня 1969 р. Він охоплює низку цінних паперів, що торгуються на фондових ринках 23 розвинених країн. На кінець 2017 р. це Австралія, Австрія, Бельгія, Великобританія, Німеччина, Гонконг, Данія, Ізраїль, Ірландія, Іспанія, Італія, Канада, Нідерланди, Нова Зеландія, Норвегія, Португалія, Сінгапур, США, Фінляндія, Франція, Швейцарія, Швеція, Японія.

<sup>2</sup> IFCI, раніше установа мала назву Промислової фінансової корпорації Індії, це небанківська фінансова компанія, що функціонує у публічному секторі економіки.

<sup>3</sup> Нігерійська фондова біржа (NSE) є важливим торговим майданчиком на Африканському континенті. З ринковою капіталізацією понад 40 млрд. дол. США станом на квітень 2018 р. вона є другою за величиною біржею в Субсахарському регіоні Африки.

вих критеріїв для включення компанії до переліку надійних фірм у сегменті для компаній, які відповідають біржовим стандартам лістингу щодо ринкової капіталізації, ліквідності та корпоративного управління.

Для відстеження результатів діяльності компаній, які сертифіковані CGRS, застосовувався індекс корпоративного управління, у складі якого був коефіцієнт щодо оцінки CGRS компанії. У підсумку було досягнуто підвищення прозорості звітності на основі стандартів бухгалтерського обліку МСФЗ, що сприяло розвитку ІФІ. У цілому за останні 10 років NSE суттєво активізувала свою ринкову діяльність завдяки:

проведенню стандартів DMA/DSA у жовтні 2014 р. для спрощення доступу до ринку;

збільшення ліквідності фондового ринку;

впровадження колокації даних<sup>4</sup> (серпень 2015 р.), щоб допомогти учасникам модернізувати свою діяльність за мінімальних витрат;

реформуванню механізму торгів у липні 2018 р. шляхом запровадження закритого аукціону, аукціонів відкриття та закриття для всіх учасників ринку, усунення дисбалансів на відкритих та закритих аукціонах, зміни обмежень щодо зростання і зниження цін із метою поліпшення ринкової участі, підтримки конкурентного ціноутворення, зниження спредів і найкращого виконання укладених угод.

У результаті приплив ІФІ забезпечував у середньому 50% ринкової капіталізації протягом 2013–2018 рр. і приблизно 55% вартості цінних паперів, що торгувалися на біржі, станом на лютий 2018 р.

Слід зазначити, що на рух ІФІ, крім специфічних факторів, вплив мають і макроекономічні зміни, до яких відносимо реальні процентні ставки, валютний курс, рівень ризиків, темпи росту ВВП, частку заощаджень у ВВП, відношення зовнішнього боргу до ВВП, відношення експорту до ВВП.

До якісних змінних, що впливають на потоки ІФІ, належить також інфраструктура фондового ринку, а саме: бар'єри входу на ринок; можливість отримання кредитування під придбані цінні папери, можливість швидко продати цінні папери (ліквідність ринку); якість торгового механізму. А також такі показники розвитку фондового ринку, як ринкова капіталізація, кількість іноземних та вітчизняних компаній, чий акції представлені на ринку, обсяги торгівлі цінними паперами, кількість угод протягом року, дня, кварталу. Ці показники містяться у щомісячних звітах WFE.

При цьому певну проблему представляє отримання якісної інформації щодо:

контролю над капіталом та інших обмежень для іноземних інвесторів (наприклад, обмеження власності);

вимог до якості корпоративного управління для зареєстрованих компаній;

легкості виводу дивідендів та наявності податків на приріст капіталу та гербових зборів;

наявності вимог щодо розкриття інформації, зокрема англійською мовою;

вимог до необхідності дотримуватися стандартів бухгалтерського обліку МСФЗ для компаній, зареєстрованих на біржі;

характеристики ринкової структури.

Встановлення найбільш вагомих для руху інвестицій чинників формує основу для вибору найбільш ефектив-

них важелів впливу на них. Саме явні бар'єри на шляху іноземного інвестування і стандарти корпоративного управління є найбільш потужними важелями впливу на ІФІ, що знаходяться під юрисдикцією держави. Так, наявність юридичних обмежень на приплив капіталу має значний і сильний негативний довгостроковий вплив. У країнах, де запроваджено такі обмеження, спостерігається скорочення щомісячного припливу ІФІ на 302 млн. дол. США в середньому. Так само негативно позначаються на потоках ІФІ митні збори і податки на приріст капіталу: запровадження гербових зборів на фінансові цінні папери зумовлює скорочення щомісячних надходжень ІФІ до 158 млн. дол. США, податків на приріст капіталу – до 317 млн. дол. США (значимість на рівні 10%).

Прикладом впливу обмежень на рух ІФІ може слугувати Аргентинська біржа Bolsas y Mercados Argentinos (BYMA)<sup>5</sup>. У листопаді 2011 р. до грудня 2015 р. аргентинський уряд запровадив дуже жорсткий валютний контроль для запобігання купівлі доларів США, а також репатріації прибутків і виводу іноземних капіталів. У результаті участь іноземних інвесторів у діяльності BYMA між 2011 та 2015 рр. фактично припинилася і відновилася лише після скасування контролю над рухом іноземного капіталу. Вже до кінця другого кварталу 2016 р. частка іноземних інвесторів досягла 14% від ринкової капіталізації.

Крім скасування обмежувальних заходів було введено низку заходів, спрямованих на зменшення явних витрат для іноземних інвесторів, а саме:

скасовано податок на приріст капіталу для іноземних інвесторів у липні 2017 р.;

спрощено процес відкриття рахунків для міжнародних інвесторів;

знижено вимоги до обсягу інформації.

У підсумку на іноземних учасників, що представлені інвестиційними та хеджфондами, переважно з Бразилії, Чилі, Великобританії та США, вже на кінець червня 2018 р. припадало 24% ринкової капіталізації BYMA [20]. Отже, політику Аргентини як щодо стримування, так і розвитку ІФІ можна охарактеризувати як досить успішну.

Підсумовуючи, можемо стверджувати, що на розвиток ІФІ впливають різні чинники, тому що різні учасники ринку (інвестори) мають різну мотивацію і використовують різні інвестиційні стратегії. Для окремих інвесторів метою є прибутки, що генеруються через короткострокові зміни цін і використання різниці цін (спекулятивні стратегії). Для інших придбання іноземних цінних паперів є засобом посилення свого інвестиційного впливу в перспективі (довгострокові інвестиційні стратегії). У цьому контексті:

на відміну від короткострокових фінансових інвестицій внутрішні прибутки і волатильність фондових індексів слабо впливають на довгострокові фінансові інвестиції;

показники зовнішніх фондових ринків мають негативний вплив на приплив ІФІ: вищі доходи на фондових ринках США та Великобританії негативно корелюють із розвитком ІФІ в країні: збільшення прибутків інвестиційної діяльності на фондових ринках США і/або у Великобританії на 1 п. п. корелює зі зменшенням ІФІ на 0,64% (0,85%). Це може бути пов'язано з тим, що більш високі співвідношення прибутковості зменшують можливість заробляння на арбітражу та знижують привабливість ІФІ;

<sup>4</sup> Суть послуги колокації в тому, що в дата-центрі розміщуються приватні сервери, їх підключають до живлення і каналів зв'язку, але адмініструвати доводиться самостійно.

<sup>5</sup> Латиноамериканська біржа з капіталізацією в розмірі 93 млрд. дол. США станом на квітень 2018 р.

волатильність іноземних фондових ринків (на відміну від волатильності внутрішніх фондових індексів) гальмує ІФІ: збільшення на 1 п. п. місячної волатильності фондових індексів провідних бірж США (Великобританії) призводить до зменшення припливу ІФІ на 2,4%;

вищий рівень ліквідності ринків, що забезпечує можливість швидкого перепродажу акцій, позитивно пов'язаний із розвитком ІФІ: збільшення швидкості обороту ринку на 1 п. п. призводить до зростання обсягу ІФІ на 1,3%, кількості торгових операцій – на 0,84%;

вагомим чинником розвитку ІФІ є рівень капіталізації ринків: збільшення ринкової капіталізації на 100 млрд. дол. США спроможне збільшити обсяги ІФІ на 10%, а кількості торгових операцій – на 3,8%;

велика кількість іноземних компаній, що зареєстровані на ринку, слугує позитивним сигналом для інвесторів як наявності відкритого і сприятливого торговельного середовища для міжнародних інвесторів, так само як і більша кількість цінних паперів, що обертаються на ринку, насамперед кількості акцій провідних компаній;

велике значення для розвитку ІФІ мають державне регулювання та безпосередньо біржові регулятори. Так, скасування податку з обороту на користь фіксованого збору може спричинити зростання ІФІ понад 160% і кількості іноземних торгів на 98%. Натомість уведення податків на дивіденди призведе до зниження обсягу торгів іноземних інвесторів на 56%, а податків на приріст капіталу – на 21%.

**Висновки.** Приплив ІФІ в країни, що розвиваються, відіграв вагомий роль в їх фінансовому розвитку про-

тягом 2003–2017 рр. і становив від 20% до майже 90% ринкової капіталізації залежно від макроекономічних умов, валютної динаміки та процентних ставок. Іноземні інвестори, як правило, інвестують в акції й цінні папери з фіксованим доходом і використовують різні інвестиційні стратегії. Стратегічною метою розвитку ІФІ є забезпечення балансу між інтересами різними груп інвесторів (іноземних, національних, інституційних, роздрібних тощо).

Розвиток ІФІ в країнах, що розвиваються, залежить від таких чинників: рівня прибутковості торгівлі на національних ринках, ступеня волатильності індексів, наявності чи відсутності бар'єрів для іноземних інвестицій, наявності стандартів корпоративного управління, підвищення прозорості розкриття інформації, наявності перешкод для вводу/виводу інвестицій та прибутків тощо. Міжнародні інвестори велику увагу приділяють стандартам корпоративного управління та прозорості, що знижують ризики інвестування. Тому країни, що розвиваються, мають розпочати політику залучення іноземних фінансових інвестицій із запровадження міжнародних стандартів корпоративного управління та підвищення інформаційної прозорості. Доцільне також зменшення перешкод на шляху інвестицій, послаблення контролю над рухом капіталів, зниження податків на приріст капіталу. Зниження або мінімізація операційних витрат інвестування на ринку підвищить привабливість ринку для іноземних інвесторів. Загалом ІФІ можуть бути нестійкими і багато з факторів, що визначають динаміку і напрями цих потоків, не контролюються країнами, що розвиваються.

#### Список використаних джерел:

1. Ahearne A.G., Grier W.L., Warnock F.E. Information costs and home bias: an analysis of US holdings of foreign equities. *Journal of International Economics*. 2004. № 62. С. 313–336.
2. Ahmed S. The Drivers of Capital Flows in Emerging Markets Post Global Financial Crisis. What attracts international investors to emerging markets, 2018. *The World Federation of Exchanges*. 2017. URL : <http://www.world-exchanges.org>.
3. Aron J., Leape J., Thomas L. Foreign portfolio investment and capital markets in South Africa. *Documento Presentado En La Conferencia Anual*. 2010. P. 21–23.
4. Bekaert G., Harvey C.R., Lundblad, C. Liquidity and Expected Returns: Lessons from Emerging Markets. *Review of Financial Studies*. 2007. № 20. P. 1783–1831.
5. Bohn H., Tesar L.L. U.S. Equity Investment in Foreign Markets: Portfolio Rebalancing or Return Chasing? *American Economic Review*. 1996. № 86. P. 77–81.
6. Brennan M.J., Cao H.H. International Portfolio Investment Flows. *The Journal of Finance*. 1997. № 52. P. 1851.
7. Coeurdacier N., Guibaud S. International portfolio diversification is better than you think. *Journal of International Money and Finance*. 2011. № 30. P. 289–308.
8. Edison H.J., Warnock F.E. Cross-border listings, capital controls, and equity flows to emerging markets. *Journal of International Money and Finance*. 2008. № 27. P. 1013–1027.
9. Forbes K.J., Warnock F.E. Capital flow waves: Surges, stops, flight, and retrenchment. *Journal of International Economics*. 2012. № 88. P. 235–251.
10. Froot K.A., O'Connell P.G.J., Seasholes M.S. The portfolio flows of international investors. *Journal of Financial Economics*. 2001. № 59. P. 151–193.
11. Ghosh A.R., Qureshi M.S., Kim J.I., Zalduendo J. Surges. *Journal of International Economics*. 2014. № 92. P. 266–285.
12. Griffin J.M., Nardari F., Stulz R.M. Are daily cross-border equity flows pushed or pulled? *Review of Economics and Statistics*. 2004. № 86. P. 641–657.
13. Levy H., Levy M. The home bias is here to stay. *Journal of Banking & Finance*. 2004. № 47. P. 29–40.
14. Portes R., Rey H. The determinants of cross-border equity flows. *Journal of International Economics*. 2005. № 65. P. 269–296.
15. Richards A. Big fish in small ponds: The trading behavior and price impact of foreign investors in Asian emerging equity markets. *Journal of Financial and quantitative Analysis*. 2004. № 40.
16. Sayuri Shirai and Eric Alexander Sugandi Cross-border portfolio investment and financial integration in Asia and the Pacific region. *Asian ADBI Working Paper Series*. 2018. № 841. P. 6.
17. World Federation of Exchanges. *Enhancing Retail Participation in Emerging Market Exchanges*. 2017. URL : [https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies\\_Reports/WFE%20Enhancing%20Emerging%20Market%20Retail%20Trading%20Report%20-%203%20August%202017.pdf](https://www.world-exchanges.org/storage/app/media/research/Studies_Reports/WFE%20Enhancing%20Emerging%20Market%20Retail%20Trading%20Report%20-%203%20August%202017.pdf).
18. DAX Indices. URL : <https://www.investing.com/indices/germany-30>
19. MSCI Emerging markets index. 2019. URL : <https://www.msci.com/documents/10199/c0db0a48-01f2-4ba9-ad01-226fd5678111>.
20. Daniel Politi. President Mauricio Macri lifts Argentina's capital controls. *Financial Times*. 15 December 2015. URL : <https://www.ft.com/content/556d51b4-a447-11e5-873f-68411a84f346>.

## ФАКТОРЫ РАЗВИТИЯ ИНОСТРАННОГО ФИНАНСОВОГО ИНВЕСТИРОВАНИЯ

**Аннотация.** В работе предлагается научный подход к определению факторов развития иностранного финансового инвестирования для обеспечения условий сбалансированного экономического роста менее развитых стран. Проанализированы финансовые и макроэкономические факторы, способствующие притоку финансовых инвестиций на рынки менее развитых стран. Проанализирована динамика иностранных инвестиций в странах Азиатско-Тихоокеанского региона. Выделены следующие факторы притока иностранных финансовых инвестиций: уровень доходности торговли на национальных рынках, степень волатильности индексов, наличие или отсутствие барьеров для иностранных инвестиций, наличие стандартов корпоративного управления, повышение прозрачности раскрытия информации, наличие препятствий для ввода/вывода инвестиций и доходов. Акцентировано, что страны должны начать политику привлечения иностранных финансовых инвестиций с внедрения международных стандартов корпоративного управления и повышения информационной прозрачности.

**Ключевые слова:** финансовые инвестиции, иностранные инвестиции, фондовые биржи, инвестиционная привлекательность, развивающиеся страны.

## FOREIGN FINANCIAL INVESTMENT DEVELOPMENT FACTORS

**Summary.** Studying the factors of foreign financial investments inflow to the less developed countries provides an opportunity to formulate scientific conclusions, which will help to increase the investment attractiveness of the financial market of Ukraine. Even in the countries with extensive domestic savings, in the absence of the well-developed mechanism for equity capital investing and the lack of free financial resources, investments cannot be fulfilled properly. The arrival of foreign investors can improve the situation on the national stock market of less developed countries. The paper proposes a scientific approach to determining the factors for the development of foreign financial investments (FFI) to ensure the conditions for the balanced economic growth in the less developed countries. The analysis is provided for the financial and macroeconomic factors that contribute to the inflow of financial investments to the markets of the less developed countries. Due to the fact, that the dynamics of foreign investment in the countries of the Asia-Pacific region was one of the most efficient, the additional attention of the author was paid to the peculiarities of this development. The author distinguishes and analyses the following factors of inflow of foreign financial investments – the level of trade profitability in national markets, the degree of volatility of indices, the presence or absence of barriers to foreign investment, the availability of corporate governance standards, increased transparency of information disclosure, and barriers to the input and output of investments and income. The study focuses on the fact, that countries should start a policy of attracting foreign financial investments with the introduction of international standards of corporate governance and increasing information transparency, proving the idea of the only successful way to facilitate foreign investments inflow.

**Key words:** financial investments, foreign investments, stock exchanges, investment attractiveness, developing countries.