

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Віджай ШЕНАЙ,
Артем ЩЕРБИНА,
Сергій ВОРОНІН,
Дмитро ОЛЬХОВСЬКИЙ

**ДЕТЕРМІНАНТИ ПІІ
У ШЕСТИ КРАЇНАХ-РЕСПУБЛІКАХ
КОЛИШНЬОГО СРСР:
ДОСЛІДЖЕННЯ ДАНИХ 1995–2017 РР.**

Резюме

Зазначено, що прямі іноземні інвестиції можуть принести необхідний капітал, особливо на ринки, які розвиваються, допомогти вдосконалити виробничий і торговий сектори, залучити більш ефективні технології, збільшити місцеве виробництво й експорт, створити робочі місця і розвивати місцеві навички, зумовлювати покращення соціальної та виробничої інфраструктур і загалом сприяти сталому економічному зростанню валового внутрішнього продукту. Наголошено, що з урахуванням усіх цих бажаних особливостей важливо визначити фактори, які приваблюють прямі іноземні інвестиції в економіку або групу суміжних економік. Розглянуто детермінанти ПІІ у шести країнах-республіках колишнього Радянського Союзу: Україні, Білорусі, Вірменії, Росії, Молдові та Казахстані. Після обширного огляду літератури щодо

© Віджай Шенай, Артем Щербина, Сергій Воронін, Дмитро Ольховський, 2020.

Шенай Віджай, Phd (економіка), Університет Лінкольна, Великобританія.

Щербина Артем, Phd (економіка), Київський національний економічний університет, Україна.

Воронін Сергій, Волгоградський державний технічний університет, Росія.

Ольховський Дмитро, МПА, Харківський національний економічний університет, Україна.

теорій і емпіричних досліджень з використанням набору перехресних даних за період 1995–2017 рр. розраховано авторегресійну модель із розділеними лагами з ПІІ / ВВП як залежною змінною. Вказано, що інфляція, зміни валютного курсу, відкритість, розмір економіки (ВВП), рівні доходів (ВНД на душу населення) й інфраструктура (вона вимірюється кількістю підключення стаціонарних телефонів і мобільних абонементів на 100 осіб) перевіряються як незалежні змінні, щоб пояснити їх вплив на відносини в довгостроковій та короткостроковій перспективі. Уточнено, що протягом визначеного періоду більший приплив ПІІ щодо ВВП був залучений на менші ринки з кращою інфраструктурою, меншою відкритістю, знеціненням курсу і більш високим рівнем доходу, хоча коефіцієнти останніх трьох змінних не значущі. Акцентовано, що результати показують тип прямих іноземних інвестицій, залучених у цьому регіоні, та оцінюються з теоретичної й практичної точок зору. Зауважено, що рекомендації щодо ведення політики стосуються посилення припливу прямих іноземних інвестицій і подальшого економічного розвитку в цьому регіоні. Визнано, що у минулому такого дослідження цього регіону не здійснювалося.

Ключові слова

Детермінанти ПІІ, потоки ПІІ, перехресний аналіз, пострадянський простір.

Класифікація за JEL: C21, F21, F23.

1. Вступ

1.1. Загальні поняття

Країнам, які реструктурують економіку, потрібен капітал. Він може вступати в економіку через національні кордони у багатьох формах, оскільки капітал прагне до найвищої норми прибутку для певного виду інвестицій. Прямі іноземні інвестиції (ПІІ) визначаються як інвестиції, що передбачають довгострокові відносини і відображають тривалий інтерес та контроль з боку резидента-суб'єкта господарювання однієї економіки (прямий іноземний ін-

вестор чи материнське підприємство) над підприємством-резидентом іншої економіки, що відмінна від країни базування прямого іноземного інвестора (прямий іноземний інвестор – підприємство або дочірнє підприємство чи закордонна філія) (МВФ, 1993; ОЕСР, 1996). ПІІ означають, що інвестор здійснює значний вплив на управління підприємством-резидентом іншої економіки. Такі інвестиції, як правило, здійснюються за рахунок власного капіталу, передбачають довгострокову участь і є більш бажаними, ніж інші потоки приватного капіталу, наприклад портфельні інвестиції, які вважаються короткостроковими та можуть бути вилучені набагато легше. Багато країн, які розвиваються, розглядають прямі іноземні інвестиції як найкращий спосіб залучення приватного капіталу через їх стійкість під час фінансових криз (Loungran and Razin, 2001). Більше того, ПІІ приносять ефективні технології й вкладення капіталу та розвиток людського капіталу шляхом навчання місцевих працівників і роблять внесок у доходи від корпоративного податку в країні перебування (Feldstein, 2000). Збільшення виробництва й експорту та інші покращення виробничої та соціальної інфраструктур дають змогу зробити загальний внесок у стале економічне зростання. Для порівняння: портфельні інвестиції – це потоки капіталу в країну, яка шукає фінансову віддачу в коротко- і середньостроковій перспективі за рахунок інвестицій на фондові та облігаційні ринки. Як правило, країни не віддають перевагу портфельним інвестиціям, оскільки вони пов'язані зі швидким відпливом у кризові часи і дестабілізацією операцій на місцевих фінансових ринках.

1.2. Тенденції світового припливу ПІІ

Приплив ПІІ в різні регіони та економіки показано на рис. 1. Приплив ПІІ в 2005 р. становив близько 1 трлн. дол. США, він зріс до 1,92 трлн. дол. США в 2015 р., але впав до 1,43 трлн. дол. США у 2017 р. Коливання надходжень ПІІ пояснюються такими факторами, як хвилі корпоративних поглинань та нестабільність цін на товари (Світовий звіт про інвестиції, 2018).

У 2017 р. країни з розвинутою економікою в Європі й Північній Америці отримали 50% (712 млн. дол. США) загального обсягу надходжень ПІІ, а країни з перехідною економікою – 47 млрд. дол. припливу ПІІ, що становить 3,2% загального обсягу. Країни з перехідною економікою – це економіки Південно-Східної Європи (Албанія, Чорногорія, Сербія, Боснія і Герцеговина, Македонія) та 12 країн-республік колишнього Радянського Союзу. Географічний розподіл припливу залишився висококонцентрованим: серед країн з перехідною економікою є топ-5, зокрема це: Росія (25,3 млрд. дол. США), Казахстан (4,6 млрд. дол. США), Азербайджан (2,9 млрд. дол. США), Сербія (2,9 млрд. дол. США) і Туркменістан (2,3 млрд. дол. США), які отримали 81% усіх ПІІ у групі. Приплив прямих іноземних інвестицій в Україну в 2017 р. становив лише 2,2 млрд. дол. за умов політичної невизначеності.

Рисунок 1

Світовий приплив ПІІ у 2005–2017 рр.



Примітка: вісь у – в трильйонах поточних доларів США.

Джерело: ЮНКТАД (база даних FDI / MNE: www.unctad.org/fdistatistics).

Рисунок 2

Приплив ПІІ до регіонів та економік у 2015–2017 рр. (млрд. дол. США)

Увесь світ	2015 р.	2016 р.	2017 р.
Група економік / регіон	1 921	1 868	1 430
Розвинуті країни	1 141	1 133	712
Європа	595	565	334
Північна Америка	511	494	300
Крайни, що розвиваються	744	670	671
Африка	57	53	42
Азія	516	475	476
Латинська Америка і Карибські острови	169	140	151
Крайни з перехідною економікою	36	64	47

Джерело: ЮНКТАД (база даних FDI / MNE: www.unctad.org/fdistatistics).

Джерелами найбільших інвестицій у формі ПІІ у країни з перехідною економікою в 2016 р. були Кіпр (31 млрд. дол. США), Франція (28 млрд. дол. США), Німеччина (24 млрд. дол. США), Китай (23 млрд. дол. США) та Італія (20 млрд. дол. США) (ЮНКТАД, Світовий звіт про інвестиції, 2018). Враховуючи структуру і ресурси економік в епоху централізованого планування, зазначимо, що всі типи прямих іноземних інвестицій надійшли у перехідні економіки у пошуках нових ринків, ресурсів та шляхів підвищення ефективності.

1.3. Шість найбільших держав-республік колишнього Радянського Союзу

Росія, Україна, Білорусь, Казахстан, Молдова та Вірменія – шість найбільших пострадянських держав. Ці країни вирішили відокремитися від центрально-планової системи СРСР і здобули незалежність у грудні 1991 р. Відтоді пострадянські країни тією чи іншою мірою здійснюють економічну трансформацію до ринкової економіки. Деякі демографічні характеристики цих країн узагальнено у табл. 1.

Таблиця 1

Деякі релевантні демографічні показники країн-республік колишнього СРСР у цьому дослідженні

Країна	Населення (2019 р.)	Територія (км ²)	Реальний ВВП (дол. США) (2017 р.)	ВНД на душу насе- лення (дол. США) (2016 р.)
Вірменія	2957731	29743	12364648565	8342
Білорусь	9452411	207600	62013997099	16131
Казахстан	18551427	2724900	196029836978	22062
Молдова	4043263	33846	7685763946	5328
Росія	145872256	17098242	1680006793868	23843
Україна	43999022	603628	127296360704	7593

Приплив ПІІ до шести країн цього дослідження: України, Білорусі, Вірменії, Росії, Молдови й Казахстану – не є винятком з досліджень та теоретичних узагальнень науковців. Більшість вибраних країн – це ринки, що розвиваються, де необхідно здійснювати вдосконалення інфраструктури, особливо соціальної інфраструктури (ринкова інституційна інфраструктура потребує розвитку), і розвиток експорту, а внутрішні виробничі потужності потребують модернізації та розширення. Тому ці країни сильно покладаються на приплив прямих іноземних інвестицій, а також на іноземну допомогу світового співтовариства для управління процесом трансформації. Світовий банк, Міжнародний валютний фонд й інші установи постійно оцінюють і сприяють зростанню економіки країн за рахунок бюджетної підтримки та розбудови потенціалу в ключових державних установах. Прямі іноземні інвестиції відіграють важливу роль у розвитку економіки щодо внутрішніх заощаджень, заповненні проливу в зайнятості й вдосконаленні навичок місцевих жителів.

1.4. Мета цієї роботи

Мета цієї статті полягає у визначенні на основі досліджень детермінант потоків прямих іноземних інвестицій у шести державах-республіках колишнього СРСР (в Україні, Білорусі, Вірменії, Росії, Молдові й Казахстані) за період з 1990 р. по 2017 р. і виробленні рекомендацій щодо просування прямих іноземних інвестицій та забезпечення економічного зростання у цих країнах.

1.5. Структура цієї роботи

Цю статтю поділено на певні розділи. У розділі 1 висвітлено питання щодо впровадження ПІІ й передумови країн щодо їх залучення та інвестиційного клімату в них і визначено цілі нинішніх досліджень. У розділі 2 розглянуто та оцінено теорії й емпіричні дослідження щодо ПІІ та їх детермінант. У розділі 3 описано методологію й економетричні моделі, джерела даних та їх визначення. У розділі 4 за даними оцінено економетричні моделі й інтерпретовано результати. У розділі 5 проаналізовано результати, отримані у попередньому розділі, та проведено порівняння з попередніми дослідженнями. У розділі 6 подано висновки роботи і рекомендації щодо ведення політики.

2. Огляд літератури

Рух капіталу для максимального використання ресурсів зробив великий внесок у стабілізацію світової економіки протягом багатьох років. Прямі іноземні інвестиції є рушієм підвищення рівня зайнятості, забезпечення технологічного прогресу, збільшення продуктивності праці та економічного зростання. ПІІ дають змогу країнам, що приймають інвестиції, розширити виробничі можливості й модернізувати технології (Adam & Tweneboah, 2009). Проаналізована тут література спочатку розглядає основні теорії ПІІ та їх наслідки, а потім – детермінанти ПІІ з точки зору економіки інвестування.

2.1. Основні теорії ПІІ та їх наслідки

Протягом багатьох років дослідники по всьому світу розробили чотири основні теорії прямих іноземних інвестицій, серед яких: теорія життєвого циклу товару, досконала теорія ринку капіталів чи бірж, теорія інтернаціоналізації й еkleктична парадигма.

Як стверджує Vernon (1966), у теорії життєвого циклу товару існує чотири етапи виробничого циклу: впровадження, зростання, зрілість і спад. На перших двох етапах інноваційна продукція створюється компаніями для місцевого споживання та її обсяг збільшується на місцевих ринках. З настанням зрілості відповідно до зростання конкуренції її надлишок експортується, і в результаті компанія робить інвестиції на зовнішні ринки. Цю теорію розкрито у працях вчених (Foellmi, Hanslin and Kohler, 2018).

Відповідно до теорії біржового ринку, з точки зору країни-експортера, наприклад США, збільшення реального обмінного курсу, виражене як іноземна валюта / дол., знижує експортну конкурентоспроможність США, тоді як зниження реального обмінного курсу, виражене як іноземна валюта / дол., збільшує конкурентоспроможність експорту, що може пояснити прямі іноземні інвестиції, здійснені країнами-експортерами. Так, Cushman (1985) проаналізував невизначеність обмінних курсів як фактор впливу на прямі іноземні інвестиції американських фірм та показав, що підвищення реального курсу стимулювало прямі іноземні інвестиції в доларах США, а зміцнення курсу іноземної валюти зменшило американські ПІІ. Хоча теорія курсу валютного ризику не пояснює одночасні прямі іноземні інвестиції між країнами з різними валютами, але її прихильники доводять, що такі інвестиції здійснюються в різний час.

Як наголошує Nuner (1972), який розвинув теорію інтерналізації, МНК роблять ПІІ, щоб зменшити конкуренцію і використовувати свої конкретні

конкурентні переваги, навіть якщо переміщення діяльності передбачатиме витрати на регулювання. Водночас Hume (1976) заявляє, що МНК через недосконалість ринку вбачають перспективи розвитку на ринку кінцевих товарів завдяки можливостям, які не поділяються з конкурентами. Основним висновком є те, що ПІІ – це стратегія фірмового рівня з метою збільшення їх ринкової частки у світовій економіці, а не фінансова дифузія на ринку капіталу.

Відповідно до теорії еклектичної парадигми, автором якої є Dunning (1977), фірми здійснюють ПІІ з трьох причин, зокрема це: переваги власності, переваги місцезположення та інтерналізація. Характеристика власності може надавати компанії контроль над ресурсами (природними або іншими нематеріальними, такими як патенти й торгові марки), технологією або доступом до фінансового капіталу; переваги місцезположення можуть виникати в результаті зниження операційних витрат, політичної підтримки уряду країни перебування або покращення соціальної прийнятності, тоді як характеристика інтерналізації дає змогу фірмі організувати іноземне виробництво, а не ліцензувати продукцію. Еклектична парадигма показує, що ці параметри можуть змінюватись від фірми до фірми, і остаточна форма, якої вони набувають, залежить від контексту та економічних, політичних і соціальних особливостей країни перебування.

Водночас Dunning (1993) описує три основних типи ПІІ з точки зору інвестиційних фірм: ПІІ, що шукають нові ринки, або горизонтальні ПІІ (де метою є доступ та обслуговування місцевих і глобальних ринків); ПІІ, що шукають ресурси, або вертикальні ПІІ; експортноорієнтовані ПІІ, де фірми інвестують за кордон для отримання закордонних ресурсів: сировини, праці, природних ресурсів (нафти, газу, мінеральних руд). Такі ПІІ можуть залучати виробничі ланцюги у країні перебування. Практично вертикальні ПІІ використовують відмінності у факторних цінах. ПІІ спрямовані на підвищення ефективності, де фірма структурує свої операції для економії масштабу, й масштабу за допомогою спільного управління географічно розрізненою діяльністю.

Незважаючи на те, що існуючі теорії прямих іноземних інвестицій намагаються пояснити потоки прямих іноземних інвестицій з точки зору транснаціональних фірм та їх цілей, надалі доцільно вивчити вплив різних характеристик економіки країни перебування на припливи прямих іноземних інвестицій, щоб зафіксувати будь-які наслідки теорій, які ще не визначено.

2.2. Фактори, що визначають потоки ПІІ в результаті емпіричного дослідження

У наступному розділі докладно розглянуто емпіричні дослідження деяких основних економічних детермінантів припливу прямих іноземних інвестицій, таких як інфляція, обмінний курс, відкритість, ВВП (розмір ринку), рівні доходів (ВВП на душу населення), інфраструктура й інші важливі проблеми, пов'язані з економікою.

Інфляція, обмінні курси, відкритість

Так, Froot і Stein (1991) показують, що японські прямі іноземні інвестиції до США супроводжували дивовижно близькі зміни курсу єни до долара у 1980-х рр. Зокрема, Sayek (2009) вивчає випадки вертикальних та горизонтальних ПІІ й припускає, що МНК використовують ПІІ як інструмент хеджування для згладження інвестицій і пом'якшення наслідків інфляції, навіть якщо немає офіційних механізмів хеджування. Реакція вирівнювання інвестицій МНК залежить від причини інвестицій, джерел фінансування прямих іноземних інвестицій та взаємозамінності між факторами виробництва. Водночас ця можливість згладжування інвестицій (ПІІ) зменшує реальні негативні наслідки інфляції. Так, Valli й Masih (2014), вивчаючи дані про інфляцію і припливи прямих іноземних інвестицій до Південної Африки, доводять, що існує певний ступінь залежності між стабільним рівнем інфляції та покращеним припливом ПІІ. Це дає підстави припустити, що зі зміною політики, яка відбулася з прийняттям «орієнтації на інфляцію», влада Південної Африки здійснила значний вплив на середній рівень надходження ПІІ у країну. Це має важливе значення для країн, що розвиваються. У своєму дослідженні Akinboade (2006) зазначає, що низька інфляція є ознакою внутрішньої економічної стабільності у країні, тоді як високі темпи інфляції відображають нездатність уряду збалансувати свій бюджет і неспроможність центрального банку проводити відповідну грошово-кредитну політику. Зокрема, Khan та Mitra (2014) проаналізували дані щодо надходження прямих іноземних інвестицій в Індію за період 1976–2012 рр. Результати тесту Грейнджера на причинність дали підстави зробити висновок, що обмінний курс і ВВП статистично суттєво впливають на ПІІ, тоді як рівень інфляції є незначною змінною для прогнозування припливу ПІІ. Так, Хаурануа, Rangkulnuwat та Paweenawat (2015) вивчали детермінанти ПІІ в регіоні АСЕАН, використовуючи дані за одинадцятирічний період (2000–2011 рр.), і встановили, що хоча існують суттєво позитивні наслідки інфраструктури та рівень відкритості на приплив ПІІ, інфляція мала негативний вплив у регіоні АСЕАН. Загальний висновок про інфляцію полягає в тому, що вона зменшує прибутковість інвестицій і таким чином впливає на приплив ПІІ.

Водночас Abott та De Vita (2011) емпірично дослідили вплив режимів обмінних курсів на потоки прямих іноземних інвестицій (ПІІ) на панелі 70 країн, що розвиваються, за період 1985–2004 рр. Вони визначили, що країни, які розвиваються з фіксованим або проміжним режимом, значно перевершили країни з гнучкою системою обмінних курсів щодо залучення потоків ПІІ. Так, Chong і Tan (2008) вивчили чотири південно-східні азіатські економіки та виявили, що між валютним курсом і прямими іноземними інвестиціями існує довгостроковий спільний рух. У своєму дослідженні щодо малайзійської економіки Ang (2008) підтримує твердження, що знецінення вартості валюти пов'язане з більшими припливами ПІІ. Зокрема, Wafure та Nurudeen (2010) обґрунтували, що знецінення валютного курсу є одним з головних визначальних факторів прямих іноземних інвестицій у Нігерії. Водночас Xing (2006) доводить, що девальвація юаня покращила конкурентоспроможність Китаю у залученні прямих іноземних інвестицій з Японії. Так, Walsh і Yu (2010) детально описали зв'язок між обмінним курсом та прямими іноземними інвестиціями до країни. Вони стверджують, що на недосконалому ринку капіталів слабша валюта у країні залучення позитивно впливає на приплив ПІІ у цю країну, оскільки активи цієї країни стають менш дорогими. При цьому Lily (2014) у своєму дослідженні щодо надходження прямих іноземних інвестицій в економіку АСЕАН у 1970–2011 рр., застосовуючи підхід ARDL, виявив значну довгострокову коінтеграцію між обмінним курсом та ПІІ. Коефіцієнт обмінного курсу мав негативний знак, що передбачає подорожчання валюти. Крім цього, напрямок причинності був між коефіцієнтом обмінного курсу й ПІІ.

Якщо інвестиційні проекти спрямовані на сектор торгівлі, то ступінь відкритості країни до міжнародної торгівлі – це важливий фактор інвестиційних рішень. Зокрема, Jordaan (2004) стверджує, що вплив відкритості на ПІІ залежить від типу інвестицій. Коли інвестиції шукають нові ринки, торговельні обмеження (а отже, менша відкритість) можуть мати позитивний вплив на прямі іноземні інвестиції, оскільки іноземні фірми, які прагнуть обслуговувати місцеві ринки, можуть вирішити створити дочірні компанії у цільовій країні, якщо туди важко імпортувати їх продукцію. І навпаки, багатонаціональні фірми, що займаються експортноорієнтованими інвестиціями, можуть віддавати перевагу інвестиціям у більш відкриту економіку, оскільки посилення недосконалої, що супроводжує протекціоністські заходи, як правило, передбачає більші трансакційні витрати, пов'язані з експортом. Водночас Wheeler та Mody (1992) спостерігали сильну позитивну підтримку гіпотези у виробничому секторі, але слабкий негативний зв'язок в електронній галузі. При цьому Kravis і Lipsey (1982), Culem (1988) та Edwards (1990) виявили сильний позитивний вплив відкритості на ПІІ, а Schmitz і Bieri (1972) встановили слабкий негативний зв'язок. Так, Pärletun (2008) вважає, що відкритість торгівлі є позитивною, але статистично значущою від нуля. Фахівці Аналітичного центру ODI (1997) припускають, що хоча доступ до конкретних ринків, судячи з їх розміру та зростання, важливий, фактори внутрішнього ринку, можливо, набагато менш актуальні для експортноорієнтованих іноземних фірм. Спектр

проведених опитувань свідчить про поширення уявлення про те, що «відкриті» економіки заохочують більше іноземних інвестицій. Відкритість торгівлі приваблює прямі іноземні інвестиції компаній, які прагнуть до нарощення експорту і розподілу ресурсів для зростання МНК.

У своєму дослідженні щодо економіки Туреччини Kosekahyaoglu (2006) виявив односторонній причинно-наслідковий зв'язок Грейнджера від прямих іноземних інвестицій до відкритості торгівлі, а не від відкритості торгівлі до припливу прямих іноземних інвестицій. Результати інших досліджень свідчать про взаємодоповнювальний або взаємозамінний зв'язок між відкритістю торгівлі та припливом ПІІ, залежно від того, чи розглядаються проміжні чи кінцеві товари (Aydin, 2010). Більшість досліджень щодо цього взаємозв'язку підтверджує те, що відносини є взаємодоповнюючими (Kamath, 2008). Отже, хоча існують причини, які вказують як на взаємозамінні, так і на взаємодоповнювальні ефекти, результати майже цілком вказують на позитивний зв'язок між відкритістю торгівлі й припливом прямих іноземних інвестицій.

ВВП та ВВП на душу населення

У літературі простежується подібність щодо ВВП і ВВП на душу населення, бо в багатьох працях ці терміни використовуються взаємозамінно. Валовий внутрішній продукт (ВВП) – це вартість всього ринку та деяких неринкових товарів і послуг, що виробляються у географічних межах цієї країни та є показником масштабу економіки, тоді як ВВП на душу населення – це показник рівня доходу країни і приблизний показник економічного добробуту країни та купівельної спроможності її громадян (Callen (2008)). Необхідно розрізняти ці два показники, оскільки вони представляють перспективи ПІІ з різних точок зору.

Так, Bhasin (1994), Morrissey і Rai (1995) зазначають, що розміру внутрішнього ринку, а також перспективам зростання економіки-реципієнта приділяється велика увага тоді, коли іноземні інвестори роблять вибір того, в яку країну переміщувати виробництво. Водночас Scaperlanda й Mauer (1969) висунули гіпотезу, що приплив ПІІ позитивно реагує на розмір ринку цільової країни, коли він перевищує пороговий рівень, який є достатньо великим, щоб забезпечити економію масштабу та ефективне використання ресурсів. Зокрема, Chakrabarti (2001) стверджує, що чим більший розмір ринку в цільовій країні, тим більше можливостей для припливу прямих іноземних інвестицій, оскільки великий ринок необхідний для ефективного застосування ресурсів і використання економії масштабу. При цьому Pärletun (2008) й Ang (2008) також з'ясували, що ВВП має значний позитивний вплив на ПІІ.

Водночас Jordaan (2004) вказує, що ПІІ обирають країни з ринками, які є більшими або розширюються та володіють вищою купівельною спроможністю і на яких фірми можуть отримати більшу віддачу від свого капіталу.

Так, Edwards (1990) і Jaspersen (2000) використовували обернений дохід на душу населення як проксі для рентабельності капіталу та зробили висновок, що реальний ВВП на душу населення обернено пов'язаний із ПІІ / ВВП, але при цьому Schneider і Frey (1985) та Tsai (1994) визначили позитивний зв'язок між двома змінними. Вони обґрунтовують, що більш високий ВВП на душу населення передбачає кращі перспективи ПІІ у цільовій країні. У своєму дослідженні щодо Індії, Індонезії й Пакистану Azam (2010) виявляє, що ринковий потенціал, представлений ВВП на душу населення, зовнішнім боргом, внутрішніми інвестиціями, лібералізацією торгівлі та інфраструктурою, є важливим економічним детермінантом залучення прямих іноземних інвестицій протягом 1971–2005 рр. Нещодавно Kurecic (2015) спробував дослідити взаємозалежність ВВП на душу населення і прямих іноземних інвестицій у перехідні економіки Центральної та Східної Європи. У цьому дослідженні він використав дані щодо щорічних часових рядів за період 1994–2013 рр. Аналізовані держави покласифіковано на три геополітичні групи: дві групи держав, які не є членами ЄС, і третя група з останніх країн-членів ЄС. Результати дослідження показують, що ПІІ та ВВП на душу населення поєднано на основі даних 14 із 20 держав. У підсумку ПІІ, що шукають нові ринки, враховують обидва ці фактори.

Інфраструктура

Соціальна інфраструктура передбачає ринковоорієнтовані установи, структури управління тощо, а виробнича – засоби фізичної інфраструктури (зокрема, дороги, телефонні з'єднання, аеропорти, дороги, мережі швидкого розподілу, передача електроенергії й залізниця).

Так, Wheeler та Mody (1992), вивчаючи рішення про розміщення інвестицій американських фірм, проаналізували вплив якості інфраструктури на інвестиції у 42 країнах, що розвиваються, за період між 1982 р. і 1988 р. У результаті встановлено, що якість енергетичної, комунікаційної й транспортної інфраструктур має дуже значний позитивний вплив на обсяг інвестицій в аналізованих країнах.

Наявність добре розвинутої інфраструктури зменшить витрати на ведення бізнесу для іноземних інвесторів та дасть їм можливість максимально підвищити норму рентабельності інвестицій (Morriset, 2000).

Зокрема, Bakar (2012), вивчаючи Малайзію, звертав увагу на важливість виробничої й соціальної інфраструктур для забезпечення припливу ПІІ. Водночас Chakrabarti (2012) простежив взаємозв'язок між інфраструктурою і ПІІ в Індії за 2002 р. та 2007 р. і визначив прямий взаємозв'язок між фізичною інфраструктурою та припливом ПІІ, але це залежало від рівня інфраструктури. При цьому Venname (2012) аналізував взаємозв'язок між інфраструктурними потоками і прямими інвестиціями на основі даних щодо Південної Азії

між 1980 р. та 2009 р. і встановив, що міська інфраструктура позитивно впливає на прямі інвестиції. У своєму дослідженні Fung (2005), з'ясовуючи те, який тип інфраструктури (виробничої чи соціальної) привертає увагу іноземних інвесторів та приваблює прямі іноземні інвестиції до Китаю, виявив, що як соціальна, так і виробнича інфраструктура має значний позитивний вплив на приплив ПІІ, хоча соціальна інфраструктура випереджає виробничу інфраструктуру в залученні ПІІ. Так, Seetana (2009) досліджував дані щодо Маврикію (1981–2005 рр.), щоб простежити зв'язок ПІІ та фізичної інфраструктури в залученні ПІІ до сектору виробництва і послуг Маврикію. Результати оцінки показали, що інвестори виробничого сектору приділяють більше уваги фізичній інфраструктурі, тоді як інвестори сфери послуг звертають на неї менше уваги. У своєму дослідженні Omezzine та Nakro (2011) для вивчення зв'язку між потоками ПІІ й інфраструктурою управління у країнах регіону Мена встановили, що інфраструктура управління має значний позитивний вплив на потоки ПІІ в регіони. Зокрема, Rehman (2011) дослідив вплив інфраструктури на ПІІ у Пакистані за період 1975–2008 рр. і визначив, що інфраструктура й розмір ринку були позитивно пов'язані, а обмінний курс негативно пов'язаний із припливом ПІІ у короткостроковому та довгостроковому періодах. Крім цього, погана інфраструктура знижує продуктивність інвестицій, таким чином стримуючи припливи. Водночас Rehman, Ilyas, Alam і Akram (2011) виявили сильний позитивний вплив інфраструктури на залучення прямих іноземних інвестицій, у коротко- й довгостроковій перспективі у випадку Пакистану. При цьому Ahmad, Ismail та Norrdin (2015) висловили припущення, що інфраструктура також позитивно вплинула на прямі іноземні інвестиції в Малайзії. Отримані результати підтверджують те, що зниження витрат бізнесу за рахунок покращення інфраструктури сприяє підвищенню конкурентоспроможності у залученні прямих іноземних інвестицій.

Інші фактори, пов'язані з економікою

Так, Fedderke й Romm (2006) визначили як політичні, так і неполітичні фактори, що сприяють здійсненню прямих іноземних інвестицій через кордони. Вони визначали регулювання ринку товарів, механізми ринку праці, ставки корпоративного податку, відкритість, торговельні бар'єри, інфраструктуру та обмеження прямих іноземних інвестицій як фактори політики, що сприяють припливу ПІІ. Ці вчені також покласифікували ринковий розмір цільової країни, вимірний ВВП, транспортні витрати, факторні обсяги, політичну й економічну стабільність як неполітичні фактори. Роль податків у залученні ПІІ протягом багатьох років вивчали Simmons (2003), Karkinsky і Riedel (2012), Becker, Fuest та Riedel (2012). Використовуючи панельні дані багатонаціональних установ з різних точок зору, вони з'ясували, що податки на прибуток підприємств у цільовій країні мають істотний негативний вплив на потік ПІІ. Водночас Jones і Temouri (2016) довели, що податки на прибуток корпорацій не мають значного впливу на приплив прямих іноземних інвестицій.

цій. Зокрема, Sekkat та Vezanzones-Varoudakis (2007), досліджуючи детермінанти припливу прямих іноземних інвестицій, поділили їх на три категорії, серед яких: основні економічні фактори, торгівля й політика валютного ринку та інші аспекти інвестиційного клімату, такі як режим валютної політики, лібералізація торгівлі й мінливість обмінного курсу. Вони вважають, що бізнес-клімат цільової економіки, тобто інфраструктура, наявність кваліфікованої робочої сили, стимулюючі фактори, політичний ризик, економічні фактори, соціальні фактори, політична стабільність і роль інститутів у забезпеченні правопорядку, є ключовими рушіями здійснення прямих іноземних інвестицій у закордонну економіку. У своїй праці щодо ролі процентної ставки у залученні прямих іноземних інвестицій на прикладі п'яти країн Азії Siddiqui й Auteboonsuke (2014) обґрунтували, що політична стабільність є життєво важливим фактором надходження ПІІ. Отже, низький політичний ризик сигналізує про прихильність уряду до захисту інвесторів та позитивно впливає на приплив ПІІ.

Підсумок

Важливість здійснення прямих іноземних інвестицій для економіки очевидна: вони створюють додаткову зайнятість і забезпечують технологічний прогрес, підвищення продуктивності праці й економічне зростання. Таким чином, існуючі теорії щодо ПІІ пояснюють дії для фірм з точки зору МНК, які шукають нові ринки за допомогою горизонтальних ПІІ, визначають ресурси з допомогою вертикальних ПІІ або прагнуть підвищення ефективності шляхом реструктурування операцій за кордоном для досягнення економії масштабу. Незважаючи на те, що мотивацію МНК можна простежити на основі цих аспектів, проведено також багато емпіричних досліджень детермінантів ПІІ з точки зору цільової економіки, де, очевидно, не підходить жодна теорія. Щодо впливу деяких основних визначальних факторів ПІІ, то, на наш погляд, не існує єдиної думки серед дослідників щодо впливу інфляції на залучення ПІІ. Незважаючи на те, що інфляція може бути результатом макроекономічної політики, яку проводить уряд, інвестори часто шукають довгострокові перспективи в економіці залежно від її розміщення, розміру ринку, рівня доходу та природних ресурсів. Як правило, інфляція впливає на ПІІ через інвестиційні рішення і рентабельність інвестицій. Емпіричні дослідження впливу обмінного курсу на припливи прямих іноземних інвестицій свідчать про те, що на ринках, які розвиваються, інвестори, очевидно, віддають перевагу знеціненню валюти, щоб їхні внутрішні інвестиції могли мати більш високу купівельну спроможність щодо місцевих активів; водночас на розвинених ринках інвестор віддає перевагу зміцненню валюти, оскільки це дає більш високий потенційний прибуток при перетворенні на інвестиційну валюту. Хоча загальний висновок емпіричного дослідження допомагає забезпечити відкритість торгівлі, він також дає нам змогу зрозуміти, що це залежить від цілей інвестора: більш високий рівень відкритості торгівлі надає перевагу не прямим

іноземним інвестиціям, які шукають ринки, а тим, які більш орієнтовані на експорт. Розмір ринку (він представлений значенням реального ВВП), очевидно, є важливим, оскільки він представляє майбутній потенціал для розширення, зростання й використання ресурсів. З іншого боку, рівень доходів, представлений реальним ВВП на душу населення, вказує на купівельну спроможність громадян в економіці та є показником того, який тип ПІІ буде найкращою стратегією входу на ринок. Нарешті, як соціальна, так і виробнича інфраструктура важлива для збільшення припливу ПІІ; їх значення залежить від виду діяльності, якою займається інвестор. Погана інфраструктура, як правило, збільшує експлуатаційні витрати та може нівелювати рентабельність інвестицій, якої передбачалося досягти спочатку.

Огляд інших важливих характеристик економіки для отримання більш високих надходжень ПІІ підтвердив, що рівні оподаткування, політичний ризик і соціальні фактори також є важливими факторами.

3. Формат дослідження

3.1. Постановка проблеми

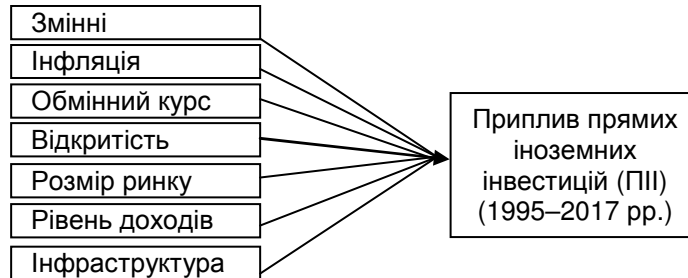
Переваги надходження ПІІ до країн, що розвиваються, відображено в дослідженнях вчених. Оскільки жодне попереднє дослідження не проводилось для оцінки загальних визначальних факторів ПІІ в економіках України, Білорусі, Вірменії, Росії, Молдови і Казахстану, після детального розгляду попередніх досліджень та альтернативних способів вивчення цієї проблеми обрано позитивістський, дедуктивний підхід. На основі факторів, визначених у попередніх емпіричних дослідженнях, ми проаналізуємо вплив розміру ринку, рівня доходу, інфраструктури, інфляції, обмінного курсу і відкритості на приплив ПІІ у ці вибрані країни між 1990 р. та 2017 р. Очікується, що аналіз таких змінних надасть статистичну інформацію для пояснення їх зв'язку з припливом прямих іноземних інвестицій у регіон. Це підвищить цінність рекомендацій щодо політики сприяння здійсненню прямих іноземних інвестицій у цих країнах. Модель дослідження наведено нижче (табл. 2).

Взаємозв'язок, який перевіряється:

$$PII / VВП = f(\text{інфляція, ВВП, ВНД на душу населення, обмінний курс, відкритість, інфраструктура}).$$

Таблиця 2

Концептуальні межі (створено авторами)



3.2. Джерела даних

Дослідження зосереджено на аналізі взаємозв'язку між шістьма незалежними змінними, виявленими в огляді літератури у шести країнах-республіках колишнього СРСР: Україні, Білорусі, Вірменії, Росії, Молдові й Казахстані – за період 1990–2017 рр. Джерела даних, зібрані для залежних і незалежних змінних, характерних для кожної країни, узагальнено у табл. 3.

Таблиця 3

Змінні в моделі та джерела даних

Змінні	Значення	Джерело даних
FDIGDP	Чисті прямі іноземні інвестиції / валовий внутрішній продукт	База світових індикаторів Світового банку
RGDP	Реальний валовий внутрішній продукт (база 2010 р.)	База світових індикаторів Світового банку
RGNIPC	Валовий національний дохід на душу населення (база 2011 р.)	База світових індикаторів Світового банку
INFRA	Передплата за стаціонарні телефони і мобільний зв'язок на 100 осіб	База світових індикаторів Світового банку
EXRTO\$	Офіційний курс обміну: одиниці місцевої валюти за 1 дол. США	Міжнародна база фінансової статистики МВФ
INF	Темп інфляції на основі індексу споживчих цін	База світових індикаторів Світового банку
OPEN	(Експорт + імпорт) / Валовий продукт розвитку	База світових індикаторів Світового банку

3.3. Метод аналізу

В економетричній оцінці змінні мають бути стаціонарними. Якщо змінні виявляються поєднанням $I(0)$ та $I(1)$, то відповідним методом буде підхід ARDL (авторегресійна модель із розподіленими лагами). Для відображення загальних і унікальних фактів, пов'язаних із припливом ПІІ на ринки, що досліджуються, розглядається підхід коінтегрованих рядів. Це має перевагу при визначенні довгострокових процесів (загальних для всього ринку) та короткострокових ефектів на кожному ринку. Панельний тест на одиничний корінь проведено для кожної змінної в моделі, щоб довести, що показники регресії перебувають під впливом стаціонарних змінних. Панельні коінтеграційні тести проведено для перевірки на наявність коінтеграції.

4. Аналіз даних і висновки

4.1. Огляд даних

Після огляду даних про змінні в аналізі використано натуральні логарифми RGDP, RGNIPC та INFRAFM (з префіксом L) для коригування варіацій. Деталі змінних для всіх країн подано в додатку А. Середнє значення й стандартне відхилення даних наведено у табл. 4.

Таблиця 4

Середнє значення та стандартне відхилення даних

Статистика	FDIGDP	INF	LEXRTO\$	LRGNIPC	LINFRAFM	LRGDP	OPEN
Середнє значення	4,231	29,298	2,741	9,040	4,089	24,707	92,939
Медіана	3,397	10,052	2,963	9,011	4,369	24,849	93,353
Максимум	13,013	709,346	6,361	10,113	5,320	28,165	157,974
Мінімум	0,105	-1,404	-6,766	7,681	2,456	21,934	46,193
Стандартне відхилення	3,117	76,669	2,771	0,679	0,958	1,903	29,192
Спостережень	138	138	138	138	138	138	138

Джерело: складено автором.

У табл. 5 розміщено значення для кожної змінної у порядку зростання для різних економік.

Таблиця 5

Рейтинги різних економік за змінною (за зростанням)

Країна	FDIGDP	INF	OPEN	LRGDP	LRGNIPC	LEXRTO\$	LINFRAFM
Вірменія	4	1	2	2	2	1	1
Білорусь	2	6	6	3	4	6	3
Казахстан	6	2	3	4	5	3	4
Молдова	5	3	5	1	1	2	2
Росія	1	5	1	6	6	4	6
Україна	3	4	4	5	3	5	5

Джерело: складено автором.

З табл. 5 видно, що більші країни мають кращу інфраструктуру і більш високий рівень доходу. Інфляція була найбільшою у Білорусі, а знецінення валюти досягло найвищого значення у Білорусі та в Україні. Білорусь також мала найвищий рівень відкритості. Відповідно, Казахстан і Молдова мали найвищий рівень припливу ПІІ щодо ВВП, а Росія – найнижчий.

4.2. Аналіз даних

Дані складаються зі спостережень для шести країн з 1995 р. по 2017 р. – 22 роки (у період з 1992 р. по 1995 р. результати недоцільно використовувати, оскільки відбувалися трансформаційні процеси від центрально-планової економіки до індивідуального управління ринковою економікою; водночас деякі дані недоступні у цей період, що робить його незбалансованою вибіркою). Для оцінки використано програму «Eviews 9.5». Змінні, визначені в моделі для оцінки (табл. 2), тестуються на стаціонарність за допомогою панельного тесту на одиничний корінь. Стаціонарність змінних виражена таким чином: $FDIGDP - I(0)$, $LRGNIPC - I(1)$, $LINFRAFM - I(1)$, $LEXRTO\$ - I(0)$, $INF - I(0)$, $OPEN - I(0)$, $L(RGDP) - I(1)$. Деталі наведено у додатку А. Оскільки змінні – це поєднання $I(0)$ та $I(1)$, метод ARDL є відповідним для оцінок. Для перевірки довгострокових і короткострокових зв'язків оцінки базуються на панельній коінтеграції. Результати тестів на панельну коінтеграцію застосовано до змінних (FDI/GDP, INF, OPENNESS, LEXROTO\$OPEN, LOGINFRAFM, LOGRGDP, LOGRGNIPC) та подано в додатку Б.

Таблиця 6

Результати оцінки моделі ARDL

Dependent Variable: D (FDIGDP)

Method: ARDL

Date: 07/23/19 Time: 13 : 18

Sample: 1996 2017

Included observations: 132

Dependent lags: 1 (Fixed)

Dynamic regressors (1 lag, fixed): INF OPEN LEXRTO\$ LINFRAFM LRGDP LGNIPC

Fixed regressors: C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
INF	0,079224	0,018872	4,198052	0,0001
OPEN	-0,027903	0,027254	-1,023807	0,3089
LEXRTO\$	-0,350510	0,344763	-1,016669	0,3122
LINFRAFM	2,772973	0,662335	4,186663	0,0001
LRGDP	-9,160902	4,919292	-1,862240	0,0661
LGNIPC	0,781589	5,158038	0,151528	0,8799
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0,739679	0,072572	-10,19235	0,0000
D(INF)	0,022700	0,004301	5,277462	0,0000
D(OPEN)	-0,029800	0,028642	-1,040424	0,3011
D(LEXRTO\$)	-3,612097	4,209936	-0,857993	0,3933
D(LINFRAFM)	6,246148	3,245148	1,924765	0,0576
D(LRGDP)	49,72394	14,95211	3,325546	0,0013
D(LGNIPC)	-51,55471	19,38409	-2,659640	0,0094
C	159,0206	16,29852	9,756749	0,0000
Mean dependent var	0,034543	S. D. dependent var		2,606450
S. E. of regression	1,877813	Akaike info criterion		3,854936
Sum squared resid	296,1993	Schwarz criterion		5,000383
Log likelihood	-211,9906	Hannan–Quinn criter.		4,320417

4.3. Інтерпретація результатів

Довгострокові відносини показують, що більший приплив прямих іноземних інвестицій щодо ВВП за весь період пов'язаний з періодами підвищеної інфляції, кращою інфраструктурою та меншими ринками, тоді як показники валютного курсу (негативні), відкритості (негативні), рівня доходу (позитивні) вказують на загальну тенденцію в даних, але не є статистично значущими. Короткострокове рівняння, що стосується варіацій незалежних змінних, підтверджує довгострокове рівняння і показує напрямок залежності залежної змінної від змін незалежних змінних. Так, зміни темпів інфляції (позитивні й значні), інфраструктури та економічного зростання (DLRGDP) (позитивні й значні), нижчого рівня доходу (негативні та значні), відкритості й змін валютного курсу (негативні, але незначні) є добрими рушіями зміни співвідношення ПІІ / ВВП.

Детально короткострокові результати для кожної країни показано у додатку В. У короткостроковій перспективі причинно-наслідкові зв'язки на більшості ринків були неоднозначними. Результати довгострокових і короткострокових ефектів узагальнено в табл. 7.

Таблиця 7

Підсумок довгострокових та короткострокових ефектів у різних економіках

Країна	Довгострокова причинність	Короткострокова причинність (D – різниця середніх значень)						
		Так / Ні	D (INF)	D (OPEN)	D (LREXTO\$)	D (INFRAFM)	D (LRGDP)	D (LRGNIPC)
Вірменія	+***,+***,-*	Так	+,***	-,***	-	+	+	-
Білорусь	+***,+***,-*	Так	+,***	+,***	-,*	+	+	-
Казахстан	+***,+***,-*	Так	+,***	-,***	+	+	+	-
Молдова	+***,+***,-*	Так	+,***	+	-	+	+	-
Росія	+***,+***,-*	Так	+,***	-,***	-	+	+	-
Україна	+***,+***,-*	Так	+,***	+,***	-	+	+	-

Примітка: *, **, *** – значущі за значення відповідно 10%, 5% і 1%;
 +/- – вище / нижче рівня значущості коефіцієнта.

Джерело: складено автором.

Вплив довгострокових та середніх короткострокових рівнянь відображається індивідуально для кожного ринку в наведеній вище таблиці. Загальне довгострокове рівняння для всіх 6 ринків діє індивідуально для всіх шести ринків і показує, що припливи ПІІ пов'язані з інфляцією та меншою відкритістю (коефіцієнти позитивні й значні (на рівні 1%)), а коефіцієнт розміру ринку є значним (на рівні 10%). Однак середнє короткострокове рівняння знову показує, що інфляція зростає на всіх ринках.

5. Аналіз отриманих результатів

В оцінених моделях з використанням шести незалежних змінних (інфляція, відкритість, зміни валюти, інфраструктура, рівень доходу і розмір ринку) коефіцієнти трьох змінних показали довгострокове значення при поясненні залежної змінної (ПІІ / ВВП). Більш високі відсотки ПІІ щодо ВВП спостерігалися на ринках з кращою інфраструктурою, меншими розмірами й більш високою інфляцією. Показники коефіцієнтів обмінних курсів та відкритості обидва негативні, а рівня доходів – позитивний, але не значущий. Короткострокові ефекти представляють собою зміни в незалежних змінних, що впливають на зміни співвідношення ПІІ до ВВП, а довгострокове рівняння фіксує взаємозв'язок на всіх ринках. Наслідки кожної незалежної змінної, яка використовується для оцінки впливу на ПІІ, обговорюються щодо попередніх результатів досліджень, щоб можна було оцінити наслідки для України і п'яти інших країн-республік колишнього СРСР.

Інфляція (INF)

Тоді як Andinuur (2013), Faroh та Shen (2015), Хаурануа, Rangakulnawat і Aweepawat (2015) у своїх дослідженнях встановили, що менші показники сприяють більш високому припливу ПІІ, Obiamaка (2011) та Omankhanlen (2011) доводять, що вплив на надходження ПІІ відсутній. У цьому дослідженні коефіцієнт довгострокового рівняння був вагомим і позитивним, що вказує на інфляційні макроекономічні умови на цих ринках. Так, у пропонованому дослідженні в короткостроковому періоді коефіцієнт інфляції мав позитивний знак для ринків всіх країн: Вірменії, Білорусі, Казахстану, Молдови, Росії та України.

Обмінні курси (EXRTO\$)

Хоча Abott та De Vita (2011) у своєму дослідженні виявили актуальність фіксованих режимів обмінних курсів для залучення більш високих потоків ПІІ, Wafure і Nurudeen (2010), Xing (2006), Walsh та Yu (2010) з'ясували, що зне-

цінення обмінного курсу було важливим, тоді як Lily (2014) зробив такі ж висновки про підвищення курсу валют. У цьому дослідженні в короткостроковому періоді коефіцієнт обмінного курсу мав негативний знак лише для Білорусі.

Відкритість торгівлі (OPEN)

Так, Jordaan (2004) стверджував, що компанії, які шукають нові ринки збуту, обиратимуть більш закриті економіки, тоді як фірми, орієнтовані на експорт, прагнуть більшої відкритості. Коли обмеження торгівлі є вищими, іноземним фірмам доводиться вдаватися до прямих іноземних інвестицій для доступу до місцевих ринків, тоді як наявність більшої відкритості й доступності місцевих ресурсів з меншими витратами може сприяти залученню більшого обсягу прямих іноземних інвестицій у разі експортноорієнтованих компаній. Ці аргументи підкріплені дослідженнями, які здійснили Wheeler та Mody (1992), Kravis і Lipsey (1982), Culem (1988), Edwards (1990) та Kosekahaoglu (2006). Існують також аргументи дво-направленої причинності.

У цьому дослідженні в короткостроковому періоді коефіцієнт відкритості був негативним і значущим для Вірменії, Казахстану й Росії та позитивним і значущим для Казахстану й Білорусі.

Інфраструктура (INFRAFM)

Зокрема, Chakrabarti (2012), Behname (2012) та Fung (2005) у своїх дослідженнях вказують на більш високий приплив ПІІ у країнах з кращою інфраструктурою. Водночас Bakar (2012) і Seetanah (2009) розрізняли виробничу (фізичну) й соціальну інфраструктури (ринкову інституційну структуру) та обговорювали їх важливість. Так, дослідження Omezzine і Nakro (2011) виявили важливість структур управління для залучення ПІІ. Ці результати узгоджуються з дослідженнями, які провели Wheeler та Mody (1992), Babatunde (2011), Essia і Опуема (2012). У нашому дослідженні коефіцієнт інфраструктури був позитивним та значущим в обох моделях, що підтвердило важливість інфраструктурної змінної. У короткостроковому періоді коефіцієнт зміни інфраструктури був негативним, але незначним для обох моделей, що вказувало на необхідність більших інвестицій в інфраструктуру.

Розмір ринку (GDP)

Так, Chakrabarti (2001), Pärletun (2008) і Ang (2008) також визначили, що розмір ринку має значний позитивний вплив на ПІІ. Аргумент полягає в тому, що більший розмір ринку в цільовій країні дає інвесторам можливості для ефективного використання ресурсів та економії масштабу. В нашому до-

слідженні коефіцієнт розміру був позитивним, але не значущим на всіх ринках. Це свідчить про позитивний ефект економічного зростання на залучення прямих іноземних інвестицій.

Рівень доходу (GNIPC)

Зокрема, Jordaаn (2004), Schneider і Frey (1985), Tsai (1994) й Azam (2010) обґрунтовують, що ПІІ перейдуть у країни з більшими або зростаючими ринками з більшою купівельною спроможністю, де фірми потенційно можуть отримати більший прибуток від свого капіталу. Водночас з досліджень, які здійснили Edwards (1990) та Jaspersen (2000), випливає, що нижчий ВВП на душу населення передбачає кращі перспективи ПІІ у приймаючій країні. Це також доводить Kurecic (2015) у своїй праці про взаємозв'язок між рівнями доходу і прямими іноземними інвестиціями у країнах з перехідною економікою Центральної й Східної Європи, яка виявила більшу привабливість ринків з меншим доходом для прямих іноземних інвестицій, а це означає, що привабливість більша, коли інвестори мають більший потенціал на ринках. У нашому дослідженні коефіцієнт рівня доходу був негативним та значущим в одній моделі, що вказує на сферу, де найбільше залучено інвестицій. У короткостроковій перспективі коефіцієнт зміни рівнів доходу був негативним, але не значущим, а це свідчить про те, що інвестори бачать кращі перспективи на ринках із нижчим рівнем доходу.

Ці висновки, порівнювані й протиставлені попереднім дослідженням, породжують важливі міркування щодо формування політики для цих країн. Хоча поки що менші країни з кращою інфраструктурою і більшою інфляцією, видається, залучають більшу частку прямих іноземних інвестицій щодо ВВП, важливість корекції валютного курсу, відкритості та рівня доходів також стає зрозумілою. Такі прямі іноземні інвестиції переважно шукають нових ресурсів, хоча потенціал великих ринків приваблює компанії у пошуках нових ринків й ефективності, яку вони хочуть забезпечити шляхом використання ресурсів і економії масштабу. Добре макроекономічне управління для зниження інфляції, стабілізації обмінних курсів, підвищення відкритості та покращення інфраструктури принесе користь для всіх економік, але це складний процес з огляду на проблеми реструктуризації цілої економіки від колишнього центрального планування до поточної ринкової орієнтації, які наявні в усіх цих економіках, хоча й різною мірою. Диференціація між виробничою та соціальною інфраструктурами є важливою, і політику потрібно буде впроваджувати залежно від типу ПІІ, які економіка хоче залучити. Також загальна думка полягає в тому, що економіки мають рухатися до більшої відкритості для підвищення міжнародної конкурентоспроможності.

Підбиваючи підсумки, визначимо такі аспекти політики, яка допоможе цим країнам збільшити приплив прямих іноземних інвестицій та сприятиме швидкому економічному зростанню:

1. Контроль грошово-кредитної політики. Емпіричні дослідження показували важливість стабільного макроекономічного середовища (низька інфляція, процентні ставки, стабільні курси валют), щоб інвестори могли отримати кращу реальну віддачу від своїх інвестицій. Незважаючи на те, що рівняння відображають різну короткострокову тенденцію, аргументація полягає в тому, що значна частина інфляції в економіках країн-республік колишнього СРСР навіть на цьому етапі пов'язана з постійним процесом реструктуризації цін між вартістю товарів і послуг у старій командно-плановій економіці (особливо вітчизняні товари й послуги) та новій ринковій економіці, для стабілізації яких потрібні довші терміни.

2. Інвестиції в інфраструктуру. Емпіричні дослідження підтвердили важливість кращої соціальної інфраструктури (ринковоорієнтовані установи, фінансові установи, корпоративне управління) і виробничої інфраструктури (дороги, телефони, аеропорти, транспортні мережі, електропостачання); вони знижують операційні витрати для інвесторів та є дуже бажаними. Уряду необхідно спрямувати кошти на розвиток інфраструктури (виробничої й соціальної) для її покращення.

3. Релевантність розміру ринку в рівняннях вказує на характер ПІІ, залучених до країн-республік колишнього СРСР: це переважно «ПІІ, що шукають нові ринки», з огляду на внутрішній попит на сучасні західні товари і послуги в країнах-республіках колишнього Радянського Союзу.

4. У випадку України змінна відкритості має позитивний знак, тобто більша експортно-імпортна торгівля полегшує приплив ПІІ. Тут необхідний галузевий аналіз (сільського господарства, виробництва, торгівлі, сфери послуг) для визначення відповідної політики з метою збільшення інвестицій та економічного зростання. Машинобудівна галузь – це особлива сфера діяльності, оскільки вона є основою промисловості в кожній великій економіці завдяки величезній кількості робочих місць, які вона створює прямо й опосередковано через ланцюги поставок. Більш того, ініціатива щодо чистої енергії забезпечує нові додаткові можливості у кожній галузі. Україна має великі ресурси людського капіталу: освічену і кваліфіковану робочу силу. При правильному поєднанні тарифів та пільг від сплати податків в окремих галузях він представляє собою широку сферу для економічного розширення й зростання.

5. Політика має бути узгоджена з просуванням ПІІ, тобто зі спрощенням дозволів на перебування іноземних інвесторів, створенням компаній, зменшенням кількості нормативно-правових актів і законів про репатріацію капіталу та звільнення від оподаткування іноземних інвестицій у ключових галузях реальної економіки (в сільському господарстві, виробництві й промисловості).

6. Висновки

Метою цього дослідження було встановлення детермінант ПІІ у шести країнах-республіках колишнього СРСР після трансформації у період 1995–2017 рр. Оцінна модель показала важливість і актуальність незалежних змінних, обраних для оцінки (відкритості економіки, розміру ринку, інфляції, інфраструктури, рівня доходів та подорожчання валюти) при поясненні залежної змінної (ПІІ / ВВП) або її змін у різних моделях, хоча ступінь релевантності відрізнявся для кожної країни. Більш високі відсотки потоків прямих іноземних інвестицій щодо ринку (ВВП) є супутніми з вищою інфляцією, кращою інфраструктурою й меншими розмірами і відкритістю ринку, а також знеціненням валюти та більшим рівнем доходу. Зазначимо, що висновок щодо інфляції не є аномальним, враховуючи, що ці ринки трансформуються в різних ступенях від цінових структур у колишніх командно-централізованих економіках до їх поточної ринкової орієнтації.

Крім ринкових характеристик, добре макроекономічне управління для зниження інфляції й стабілізації валютних курсів може принести тільки користь для всіх економік. Вони забезпечують більш високий ступінь впевненості у прибутковості для інвесторів. Важливим є також розмежування виробничої та соціальної інфраструктур; добра фізична інфраструктура знижує витрати, а соціальна – полегшує діяльність і вирішує проблеми з управлінням, що надзвичайно важливо для залучення ПІІ. Загальний консенсус також полягає в тому, що економіки мають рухатися до більшої відкритості для підвищення міжнародної конкурентоспроможності.

Прямі іноземні інвестиції можуть не тільки створити зайнятість, збільшити виробництво та експорт, а й принести велику користь економіці завдяки впровадженню вдосконалених технологій, розвитку місцевих людських ресурсів, передачі навичок і підвищенню податків уряду. Ці ефекти необхідно враховувати при визначенні змін, необхідних для здійснення більш активної економічної діяльності та здатних сприяти сталому економічному зростанню. Раціоналізація внутрішніх правових норм, спрощення правил для інвесторів, покращення роботи банківського сектору і сфери послуг, гарантована репатріація прибутку – все це важливі питання, які можуть посилити приплив ПІІ на ринки всіх країн.

З одного боку, ринки країн-республік колишнього СРСР надають можливості для ПІІ, які шукають нові ринки через потенційний попит на продукцію й послуги західного зразка, а з іншого – також надають можливості вертикальних ПІІ, зосереджених на пошуку ресурсів з огляду на наявність освіченої та кваліфікованої робочої сили. Шість країн пострадянського простору в пропонованому дослідженні – це всі країни з перехідною економікою, яким потрібен капітал для зростання, а найбільш відповідна політика для конкрет-

ного ринку залежить від його структури, пропозиції робочої сили й інших ресурсів і зв'язків між секторами та економіками.

Таким чином, фахівцям кожної економіки потрібно буде проаналізувати її теперішню структуру (визначити, чи вона зорієнтована переважно на товарну, виробничу, сільськогосподарську, промислову чи сферу послуг), оцінити її ресурси (потенціал робочої сили, інтелектуальний капітал і природні ресурси), зв'язки між секторами й галузями та її перспективи на майбутнє. Нематеріальні переваги прямих іноземних інвестицій, такі як вдосконалені технології, розвиток місцевих людських ресурсів, передача навичок і більш високі податки для уряду, спонукають до зміни політики, необхідної для підвищення економічної діяльності, тому їх потрібно враховувати при формуванні політики. Раціоналізація внутрішніх правових меж, спрощення правил для інвесторів, вдосконалення роботи банківського сектору та сфери послуг, гарантована репатріація прибутку – це важливі питання, що сприяють підвищенню припливу ПІІ для ринків всіх країн. Політика щодо сприяння залученню внутрішніх інвестицій буде відрізнятися від ринку до ринку залежно від цих питань і від того, чи цей ринок приваблює горизонтальні, вертикальні прямі іноземні інвестиції або інвестиції, спрямовані на підвищення ефективності компанії. Після цього розробники політики можуть сформулювати відповідну політику з відносним акцентом на різних діях, що відповідають досягненню запланованих цілей.

Обмеження та рекомендації щодо подальших досліджень

Бази даних ЮНКТАД і Світового банку оприлюднено, де наведено значну частину даних цього дослідження. Хоча всі змінні, обрані для аналізу, виявились актуальними, більш глибокий аналіз потребував би достовірних даних та повних наборів даних щодо інших детермінантів, таких як вартість робочої сили, енергоспоживання у масштабах економіки, ставки податку на прибуток, корупція, природні ресурси, ефективність верховенства права й політичні ризики. Поглиблені дослідження країн з тими ж змінними, перевірені на зв'язки з іншими секторами, галузями та економічним зростанням, безсумнівно, дадуть подальше розуміння й корисні знання. Це декілька напрямків, які можна обрати у подальших дослідженнях.

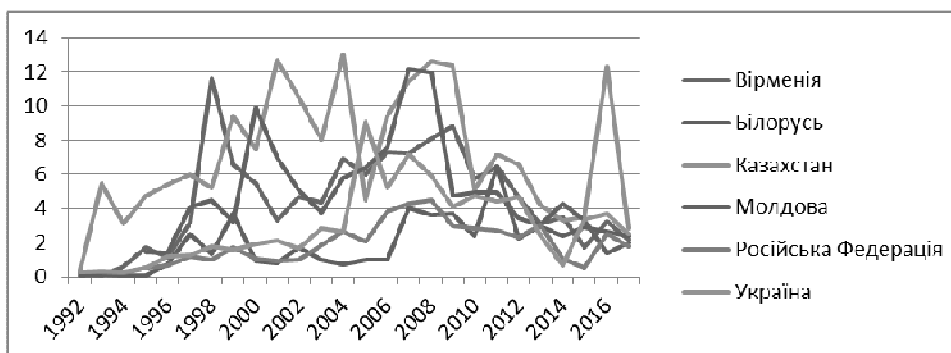
Додатки

Додаток А

Дані щодо змінних в аналізі перевіряються індивідуально, щоб переглянути індивідуальні та загальні ринкові характеристики щодо цієї змінної

Рисунок А1

Прямі іноземні інвестиції (ПІІ) у співвідношенні щодо ВВП, % (1992–2017 рр.)



Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	4,53	1,97	7,17	5,06	1,83	2,93
Ранг	4	2	6	5	1	3
Стандартне відхилення	2,90	1,54	3,67	3,02	1,25	2,24
Ранг	4	2	6	5	1	3

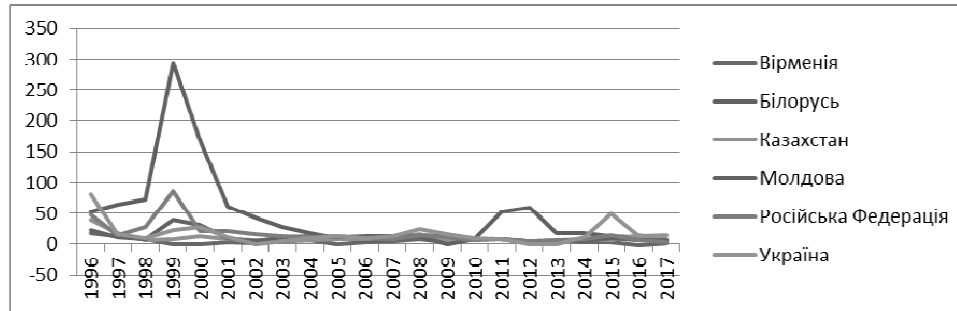
Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку і Світового інвестиційного звіту.

Середнє відношення ПІІ до ВВП за період 1995–2017 рр. було найвищим для Казахстану й Молдови (понад 5%) та найнижчим – для Росії, хоча для Казахстану й Молдови високою була також мінливість припливу.

Рівень інфляції (INF)

Рисунок А2

Інфляція на основі ІСЦ у шести країнах (1995–2017 рр.)



Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку і Світового інвестиційного звіту.

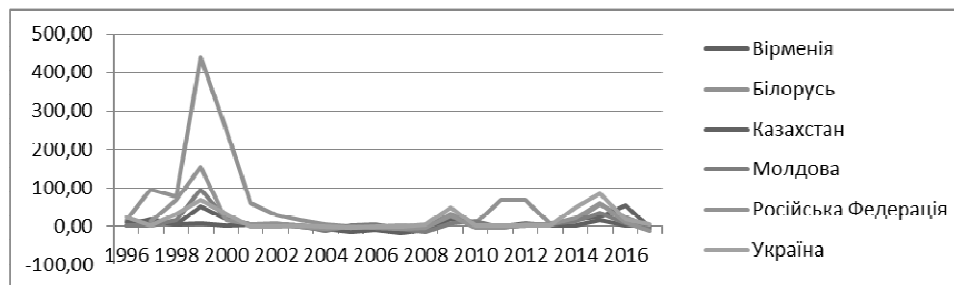
Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	4,90	47,43	10,30	11,58	17,13	16,73
Ранг	1	6	2	3	5	4
Стандартне відхилення	4,80	66,22	7,33	9,06	18,04	17,75
Ранг	1	6	2	3	5	4

У досліджуваній період (1995–2017 рр.) середня інфляція була високою у Білорусі, Росії та Україні (>15%) і нижчою в інших країнах (у Вірменії – 4,9%, тобто найнижчою). Варіабельність обмінних курсів була найвищою у Білорусі й Росії, за ними йде Україна.

Зміна обмінного курсу з року в рік

Рисунок А3

Зміна обмінного курсу з року в рік, % (1995–2017 рр.)

Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	1,20	57,20	9,04	8,28	16,28	16,31
Ранг	1	6	3	2	4	5
Стандартне відхилення	9,27	102,22	17,09	22,20	37,53	25,33
Ранг	1	6	2	3	5	4

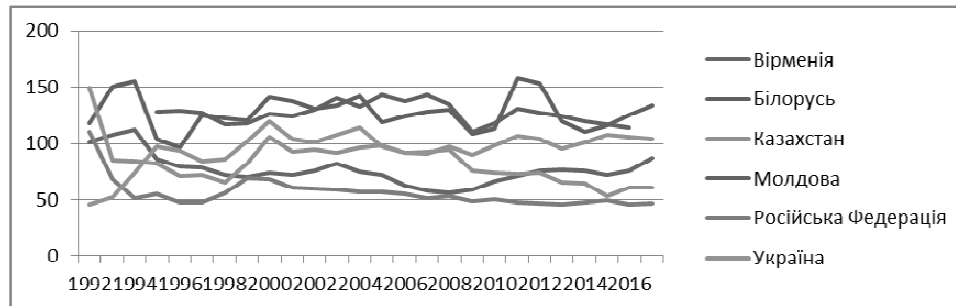
Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку і Світового інвестиційного звіту.

У середньому валюти всіх шести країн знецінилися з найвищим середнім показником знецінення за період 1995–2017 рр. у Білорусі, Україні та Росії. Варіабельність обмінних курсів була найвищою у Білорусі й Росії, за ними йде Україна.

Відкритість (OPEN)

Рисунок А4

Відкритість (OPEN) (1992–2017 рр.)



Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	76,67	127,65	82,67	126,87	56,03	94,94
Ранг	2	6	3	5	1	4

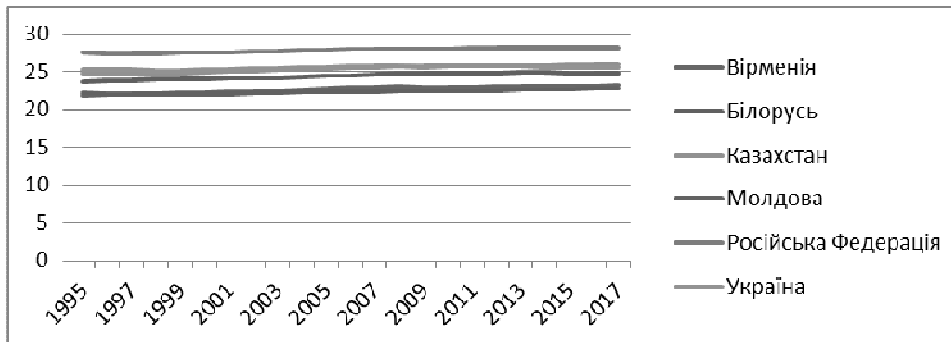
Джерело: автори використовували онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку та Світового інвестиційного звіту.

Найвищий рівень відкритості за період 1992–2017 рр. був у Білорусі та Молдові (вище, ніж 100%), а найнижчий – у Росії. Відкритість – це міра рівня міжнародних торговельних потоків.

Розмір ринку Log (реального ВВП)

Рисунок А5

Розмір ринку Log (реального ВВП) (1995–2017 рр.)



Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	22,68	24,45	25,42	22,34	27,86	25,49
Ранг	2	3	4	1	6	5

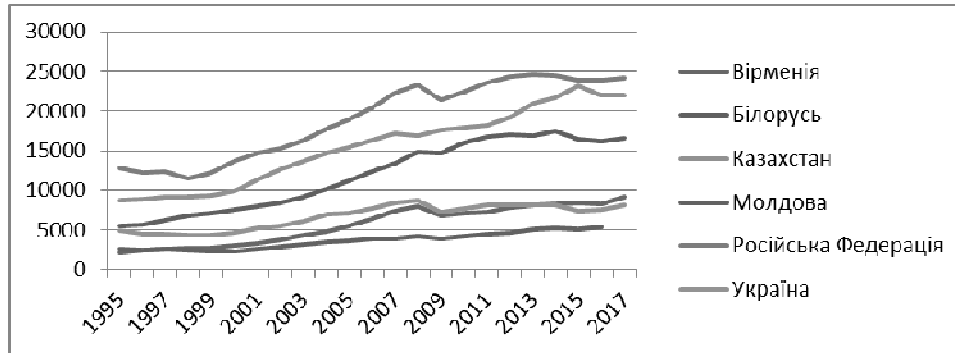
Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку і Світового інвестиційного звіту.

Розмір ринку вважається важливою змінною для прямих іноземних інвестицій. Найбільшими ринками в десяти країнах є Росія та Україна, а найменшим – Молдова.

Рівень доходу (реальний ВНД на душу населення)

Рисунок А6

ВНД на душу населення (1990–2017 рр.)



Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	5693	11954	15494	3663	18993	6691
Ранг	2	4	5	1	6	3

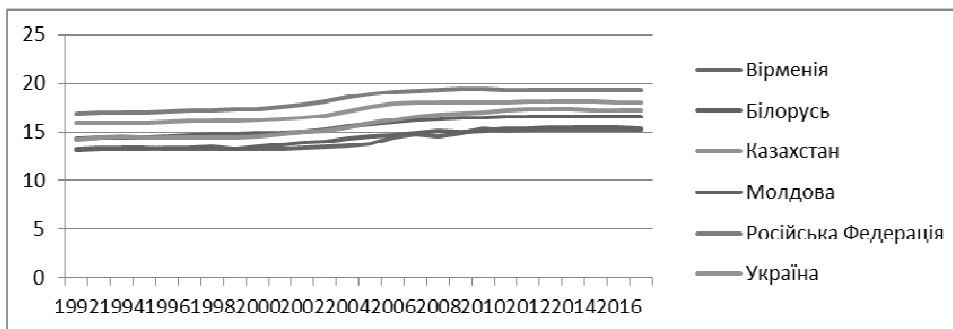
Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД; індексів світового розвитку і Світового інвестиційного звіту.

ВНД на душу населення є показником рівня доходу та купівельної спроможності країни. Середній реальний ВНД на душу населення (2011 дол. США) за період 1995–2017 рр. був найвищим у Росії, Казахстані й Білорусі (> 10000 дол. США) і найнижчим у Молдові (< 5000 дол. США).

Інфраструктура (Log ІНФРАФМ)

Рисунок А7

Інфраструктура (1992–2017 рр.)



Описова статистика

Країна	Вірменія	Білорусь	Казахстан	Молдова	Росія	Україна
Середнє значення	14,11	15,59	15,78	14,33	18,35	17,10
Ранг	1	3	4	2	6	5

Джерело: використано онлайн-дані ЮНКТАД: індексів світового розвитку.

Інфраструктура важлива для іноземних інвесторів. Тут пропонується використовувати суму передплати за стаціонарні телефонні лінії та мобільний зв'язок на 100 осіб як міру інфраструктурного розвитку країни. З точки зору цього показника інфраструктури Росія й Україна мають найвищий рівень інфраструктури.

Додаток Б

Панельний тест на одиничний корінь

Panel unit root test: Summary
 Series: FDIGDP
 Date: 06/07/19 Time: 09:20
 Sample: 1995–2017
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chu t*	-1,08105	0,1398	6	126
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1,74900	0,0401	6	126
ADF – Fisher Chi-square	18,8531	0,0921	6	126
PP – Fisher Chi-square	32,9261	0,0010	6	132

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: D (LGNIPC)
 Date: 06/07/19 Time: 09:13
 Sample: 1995–2017
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	-2,30500	0,0106	6	119
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1,84929	0,0322	6	119
ADF – Fisher Chi-square	20,1021	0,0652	6	119
PP – Fisher Chi-square	40,0569	0,0001	6	125

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: LEXRTO\$

Date: 06/07/19 Time: 09:15

Sample: 1995–2017

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	-3,61039	0,0002	6	125
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1,78098	0,0375	6	125
ADF – Fisher Chi-square	23,4239	0,0243	6	125
PP – Fisher Chi-square	12,6853	0,3923	6	131

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: INF

Date: 06/07/19 Time: 09:18

Sample: 1995–2017

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	21,5818	1,0000	6	126
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-5,41705	0,0000	6	126
ADF – Fisher Chi-square	51,7883	0,0000	6	126
PP – Fisher Chi-square	859,110	0,0000	6	132

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: D (LINFRAFM)
 Date: 06/07/19 Time: 09:19
 Sample: 1995–2017
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel
 Balanced observations for each test

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	-1,46729	0,0711	6	120
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-1,67587	0,0469	6	120
ADF – Fisher Chi-square	19,7501	0,0720	6	120
PP – Fisher Chi-square	19,6771	0,0734	6	126

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary
 Series: OPEN
 Date: 06/07/19 Time: 09:21
 Sample: 1995–2017
 Exogenous variables: Individual effects
 User-specified lags: 1
 Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	-2,71180	0,0033	6	125
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2,70361	0,0034	6	125
ADF – Fisher Chi-square	30,4587	0,0024	6	125
PP – Fisher Chi-square	23,6038	0,0230	6	131

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Panel unit root test: Summary

Series: D (LRGDP)

Date: 06/07/19 Time: 11:18

Sample: 1995–2017

Exogenous variables: Individual effects

User-specified lags: 1

Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel

Method	Statistic	Prob.**	Cross-sections	Obs
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
Levin, Lin & Chut*	-3,19238	0,0007	6	119
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
Im, Pesaran and Shin W-stat	-2,23175	0,0128	6	119
ADF – Fisher Chi-square	22,8593	0,0289	6	119
PP – Fisher Chi-square	37,1317	0,0002	6	125

** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.

Додаток В

Модель ARDL

Dependent Variable: D (FDIGDP)

Method: ARDL

Date: 07/23/19 Time: 13:18

Sample: 1996–2017

Included observations: 132

Dependent lags: 1 (Fixed)

Dynamic regressors (1 lag, fixed): INF OPEN LEXRTO\$ LINFRAFM LRGDP

LGNIPC

Fixed regressors: C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
INF	0,079224	0,018872	4,198052	0.0001
OPEN	-0,027903	0,027254	-1,023807	0.3089
LEXRTO\$	-0,350510	0,344763	-1,016669	0.3122
LINFRAFM	2,772973	0,662335	4,186663	0.0001
LRGDP	-9,160902	4,919292	-1,862240	0.0661
LGNIPC	0,781589	5,158038	0,151528	0.8799
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0,739679	0,072572	-10,19235	0.0000
D(INF)	0,022700	0,004301	5,277462	0.0000
D(OPEN)	-0,029800	0,028642	-1,040424	0.3011
D(LEXRTO\$)	-3,612097	4,209936	-0,857993	0.3933
D(LINFRAFM)	6,246148	3,245148	1,924765	0.0576
D(LRGDP)	49,72394	14,95211	3,325546	0.0013
D(LGNIPC)	-51,55471	19,38409	-2,659640	0.0094
C	159,0206	16,29852	9,756749	0.0000
Mean dependent var	0,034543	S,D, dependent var		2,606450
S. E. of regression	1,877813	Akaike info criterion		3,854936
Sum squared resid	296,1993	Schwarz criterion		5,000383
Log likelihood	-211,9906	Hannan-Quinn criter,		4,320417

*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

Armenia

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.826476	0.021267	-38.86181	0.0000
D(INF)	0.032501	0.000181	179.2576	0.0000
D(OPEN)	-0.092645	0.005138	-18.03051	0.0004
D(LEXRTO\$)	-15.71974	37.78632	-0.416017	0.7054
D(LINFRAFM)	1.254757	2.815636	0.445639	0.6861
D(LRGDP)	45.12392	652.5873	0.069146	0.9492
D(LGNIPC)	-54.39504	468.3428	-0.116144	0.9149
C	165.9550	4587.979	0.036172	0.9734

Belarus

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.549974	0.011420	-48.16072	0.0000
D(INF)	0.007223	3.84E-06	1879.410	0.0000
D(OPEN)	0.074583	0.000287	260.2358	0.0000
D(LEXRTO\$)	-8.114369	2.680288	-3.027424	0.0564
D(LINFRAFM)	0.440757	14.27620	0.030874	0.9773
D(LRGDP)	123.2848	1621.433	0.076034	0.9442
D(LGNIPC)	-142.7391	1406.950	-0.101453	0.9256
C	117.6110	2126.012	0.055320	0.9594

Kazakhstan

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.914976	0.038113	-24.00699	0.0002
D(INF)	0.034673	0.000679	51.09229	0.0000
D(OPEN)	-0.092900	0.008672	-10.71258	0.0017
D(LEXRTO\$)	14.52547	35.82769	0.405426	0.7123
D(LINFRAFM)	12.66676	44.20837	0.286524	0.7931
D(LRGDP)	29.79065	1258.965	0.023663	0.9826
D(LGNIPC)	-9.309195	649.0404	-0.014343	0.9895
C	202.6005	7083.616	0.028601	0.9790

Moldova

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.648552	0.016065	-40.37127	0.0000
D(INF)	0.025580	0.001837	13.92190	0.0008
D(OPEN)	0.000169	0.003187	0.053064	0.9610
D(LEXRTO\$)	-0.776404	9.297791	-0.083504	0.9387
D(LINFRAFM)	18.92377	20.29179	0.932583	0.4198
D(LRGDP)	40.18835	268.1015	0.149900	0.8904
D(LGNIPC)	-44.07856	201.4220	-0.218837	0.8408
C	125.7762	2920.802	0.043062	0.9684

Russia

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.555050	0.019943	-27.83207	0.0001
D(INF)	0.014528	3.57E-05	406.5583	0.0000
D(OPEN)	-0.083249	0.004904	-16.97503	0.0004
D(LEXRTO\$)	-2.768105	2.320724	-1.192777	0.3187
D(LINFRAFM)	-1.137960	1.461555	-0.778596	0.4930
D(LRGDP)	28.17118	667.5065	0.042204	0.9690
D(LGNIPC)	-21.41328	491.6968	-0.043550	0.9680
C	132.9417	3468.946	0.038323	0.9718

Ukraine

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
COINTEQ01	-0.943046	0.023453	-40.21026	0.0000
D(INF)	0.021697	4.69E-05	462.8110	0.0000
D(OPEN)	0.015244	0.001936	7.875118	0.0043
D(LEXRTO\$)	-8.819436	10.77807	-0.818276	0.4731
D(LINFRAFM)	5.328803	5.106674	1.043498	0.3734
D(LRGDP)	31.78467	391.2887	0.081231	0.9404
D(LGNIPC)	-37.39310	299.8357	-0.124712	0.9086
C	209.2392	7339.965	0.028507	0.9790

Список використаної літератури

1. Abbott, A., Cushman, D. O., De Vita, G. (2012). Exchange rate regimes and foreign direct investment flows to developing countries. *Review of International Economics*, 20 (1), 95–107.
2. Andinuur, J. (2013). Inflation, Foreign Direct Investment and Economic Growth in Ghana. University of Ghana. Retrieved from: <http://ugspace.ug.edu.gh:8080/handle/123456789/5334>.
3. Alam Muhammad, Akram (2011). The Impact of Infrastructure on Foreign Direct Investment: The Case of Pakistan. *International Journal of Business and Management*, 6 (5).
4. Ang, J. B. (2008). Determinants of foreign direct investment in Malaysia. *Journal of Policy Modeling, Elsevier*, vol. 30 (1), pp. 185–189.
5. Anyadike, N. O. (2012). Poor Infrastructure: The Hindrance to Foreign Investment and Economic Development in Nigeria. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, vol. 4, no. 4.

6. Behname, Mehdi (2012). Foreign Direct Investment and Economic Growth: Evidence from Southern, Asia. *Atlantic Review of Economics*, 2st volume .
7. Babatunde, A. (2011). Trade Openness, Infrastructure, FDI and Growth in Sub-Saharan African Countries. *Journal of Management Policy and Practice*, vol. 12 (7).
8. Becker, J., Fuest, C., Ridel, N. (2012). Corporate tax effects on the quality and quantity of FDI. *European Economic Review*, vol. 56, iss. 8, pp. 1495–1511.
9. Azam, M. K., Determinants of Foreign Direct Investment in India, Indonesia and Pakistan: A Quantitative Approach. Mode of access: https://www.researchgate.net/publication/273757902_.
10. Bakar, Norazamin Abu, Hadijah Che Mat, Siti, Harun, Mukaramah (2012). The Impact of Infrastructure on Foreign Direct Investment: The Case of Malaysia. *Procedia – Social and Behavioral Sciences* 65: 205–211.
11. Becker, J., Fuest, C., Riedel, N. (2012). Corporate tax effects on the quality and quantity of FDI. *European Economic Review*, 56 (8), Elsevier 1495–1511. Available from: <http://dx.doi.org/10.1016/j.euroecorev.2012.07.001>.
12. Behname, Mehdi (2012). Foreign Direct Investment and Economic Growth: Evidence from Southern, Asia. *Atlantic Review of Economics*, 2st volume.
13. Callen, T. (2008). Back to Basics. What Is Gross Domestic Product? Finance & Development. Available from: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2008/12/pdf/basics.pdf>.
14. Chakrabarti, A. (2001). The Determinants of Foreign Direct Investments: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions. *Kyklos*, 54 (1), 89–114. Available from: <http://doi.wiley.com/10.1111/1467-6435.00142>.
15. Chakrabarti, Rajesh, Subramanian, Krishnamurthy, Meka, Sessa, Sudershan, Kuntluru (2012). Infrastructure and FDI: Evidence from district-level data in India. Mode of access: https://www.isb.edu/faculty/KrishnamurthySubramanian/Images/FDI_infra_20Mar2012_ReStud.pdf.
16. Chong L. L., Tan H. B. (2008). Exchange rate risk and macroeconomic fundamentals: evidence from four neighbouring southeast asian economies. *International Research Journal of Finance and Economics*, vol. 16, pp. 88–95.
17. Culem, C. G. (1988). The locational determinants of direct investments among industrialized countries. *European Economic Review, Elsevier*, vol. 32 (4), April, pp. 885–904.
18. Cushman, D. O. (1985). Real Exchange Rate Risk, Expectations, and the Level of Direct Investment. *The Review of Economics and Statistics*, vol. 67, no. 2 (May), pp. 297–308.

19. Dunning, J. H. (1977). Trade, Location of Economic Activity and the MNE: A Search for an Eclectic Approach. In: Ohlin, B., Hesselborn, P. O., Wijkman, P. M. (eds). *The International Allocation of Economic Activity*. Palgrave Macmillan, London.
20. Dunning, J. H. (1993). *Multinational Enterprises and the Global Economy*. Addison Wesley Publishing Co., Harlow, Essex.
21. Edwards, S. (1990). Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt-Equity Swaps in Developing Countries. NBER Working Paper No. 3497, National Bureau of Economic Research, Massachusetts Avenue, Cambridge MA 02138.
22. Essia, U., Onyema J. (2012). Determinants of Foreign Direct Investment in Nigeria. *Journal of Money, Investment and Banking*, iss. 25, September.
23. Faroh, A., Shen, H. (2015). Impact of Interest Rates on Foreign Direct Investment: Case Study Sierra Leone Economy. *International Journal of Business Management and Economic Research*, 6 (1), pp. 124–132.
24. Fedderke, J. W., Romm, A. T. (2006). Growth impact and determinants of foreign direct investment into South Africa, 1956–2003. *Economic Modelling, Elsevier*, vol. 23 (5), September, pp. 738–760.
25. Feldstein, M. (2000). Aspects of Global Economic International Integration, outlook for the future. NBER working paper No. 7899, National Bureau of Economic Research, Massachusetts Avenue, Cambridge MA 02138.
26. Foellmi, R., Hanslin Grossmann, S., Kohler, A. (2018). A dynamic North-South model of demand-induced product cycles. *Journal of International Economics*, 110, Elsevier B. V. 63–86.
27. Fung, K. C., Garcia-Herrero, A., Hitomi, I., Siu A. (2005) Hard or Soft? Institutional Reforms and Infrastructure spending as Determinants of foreign direct investment in China, *The Japanese Economic Review*, vol. 56, no. 4, December.
28. Hakro, N. A. (2011). Abdallah Omezzine 2011 FDI Flows and Governance in MENA. *Countires, Middle eastern Finance and Economics*, vol. 12, pp. 143–156.
29. Hymer, S. (1972). Internationalization of Capital. *Journal of Economic Issues*, pp. 91–111.
30. Hymer, S. H. (1976). *The International Operations of National Firms: A Study of Direct Foreign Investment*, Cambridge, MIT Press.
31. IMF (1993). Foreign Direct Investment Trends and Statistics: A Summary – IMF. Mode of access: <https://www.imf.org/External/np/sta/fdi/eng/2003/102803s1.pdf>. Some Key Concepts and Definitions for the Recording of FDI.

32. IMF data on Indicators. Mode of access: <https://www.imf.org/en/Data>.
33. Jones, C., Temouri, Y. (2016). The determinants of tax haven FDI. *Journal of World Business*, 51 (2). Elsevier Inc. 237–250. Available from: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jwb.2015.09.001>.
34. Jaspersen, F. Z., Aylward, A. H., Knox, A. D. (2000). Risk and Private Investment: Africa Compared with Other Developing Areas. In: Collier, P., Pattillo, C. (eds). *Investment and Risk in Africa. Studies on the African economies*. Palgrave Macmillan, London.
35. Jordaan, J. C. (2004). Foreign Direct Investment and Neighbouring Influences. Unpublished doctoral thesis, University of Pretoria.
36. Jones, C., Temouri, Y. (2016). The determinants of tax haven FDI. *Journal of World Business*, vol. 51, no. 2, pp. 237–250.
37. Kamath, G. B. (2008). Impact of foreign direct investment in India. *The ICFAI University Journal of International Business*, 3(4), pp. 16–38.
38. Karkinsky, T., Riedel, N. (2012). Corporate taxation and the choice of patent location within multinational firms. *Journal of International Economics*, 88 (1), Elsevier B. V. 176–185. Available from: <http://dx.doi.org/10.1016/j.jinteco.2012.04.002>.
39. Khan, G. S., Mitra, P. (2014). A Causal Linkage between FDI Inflows with Select Macroeconomic Variables in India – An Econometric Analysis IOSR. *Journal of Economics and Finance*, vol. 5, iss. 5. (Sep.–Oct.), pp. 124–133.
40. Kosekahyaoglu, L. (2006). A comparative analysis of FDI in Turkey and the CEECS: Is there any link between Fdi and Trade? *Journal of Business Economics and Management*, 7(4): pp. 183–200.
41. Kravis, I. B., Lipsey, R. (1982). The location of overseas production and production for export by U. S. multinational firms. *Journal of International Economics*, vol. 12, iss. 3–4, pp. 201–223.
42. Kurecic, P., Luburic, G. (2015). The influence of the size of the economy and European integration on foreign direct investments in the Central, Southeastern and Eastern European states 1994–2013. Conference paper, September.
43. Lily, Jaratin, Kogid, Mori, Mulok, Dullah, Sang, Liem Thien, Rozilee, Asid (2014). Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in Asean Economies. *Economics Research International*, vol. 2014, Article ID 320949.
44. Loungani, P., Razin, A. (2001). How beneficial is foreign direct investment for developing countries? *Finance and Development*, vol. 38 (2).
45. Mohammed, Valli, Mansur, Masih (2014). Is there any causality between inflation and FDI in an «inflation targeting» regime? Evidence from South

- Africa. Available from: <https://www.semanticscholar.org/paper/Is-there-any-causality-between-inflation-and-FDI-in-Valli-Masih/16e7a7b90ffcf47f4f2ca6ba587dc8e89ab4b975>.
46. Obiamaka, P. E., Onwumere, J. U., Okpara, G. C. (2011). Foreign direct investment and economic growth in Nigeria: A granger causality analysis. *International Journal of Current Research*, 3 (11), pp. 225–232.
 47. OECD (1990): OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment – OECD.org. Mode of access: <https://www.oecd.org/daf/inv/investment-policy/2090148.pdf>.
 48. OECD (2017). Local Content Policies In Minerals-Exporting Countries: The Case of Australia. Trade Policy Note (December). Available from: www.oecd.org/trade.
 49. Omankhanlen, A. E. (2011). The Effect of Exchange Rate and Inflation on Foreign Direct Investment and its relationship with Economic Growth in Nigeria. *Economics and Applied Information*, 1, pp. 5–16.
 50. Pärletun, J., Thede, S. (2008). The Determinants of Foreign Direct Investment: A Regional Analysis with Focus on Belarus. *Lund University*, pp. 10–16.
 51. Seetanah, B. (2009). A Sector-Wise Panel Data Study on the Link between Transport Infrastructure and FDI in Mauritius. 9th Global Conference on Business & Economics.
 52. Schneider, F., Frey, B. (1985). Economic and political determinants of foreign direct investment. *World Development*, vol. 13, iss. 2, pp. 161–171.
 53. Sekkat, K., Veganzones-Varoudakis, M. A. (2007). Openness, investment climate, and FDI in developing countries. *Review of Development Economics*, 11 (4), pp. 607–620.
 54. Schmitz A., Bieri J. (1972). EEC tariffs and U. S. direct investment. *European Economic Review*, vol. 3, iss. 3, pp. 259–270.
 55. Siddiqui, H. A. A., Aumeboonsuke, V. (2014). Role of Interest Rate in Attracting the Fdi: Study on Asean 5 Economy. *International Journal of Technical Research and Applications*, 2 (1), pp. 59–70.
 56. Simmons, R. S. (2003). An empirical study of the impact of corporate taxation on the global allocation of foreign direct investment: A broad tax attractiveness index approach. *Journal of International Accounting, Auditing and Taxation*, 12 (2), pp. 105–120.
 57. Suliman, A., Elmawazini, K., Shariff, M. Z. (2015). Exchange Rates and Foreign Direct Investment: Evidence for Sub-Saharan Africa. *The Journal of Developing Areas*, 49 (2), pp. 203–226.

58. Tsai, P. L. (1994). Determinants of Foreign Direct Investment and Its Impact on Economic Growth. *Journal of Economic Development*, 19.
59. UNCTAD, World investment Report (2018). Mode of access: https://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2018_en.pdf.
60. Vernon, R. (1966). International Investment and International Trade in the Product Cycle. *The Quarterly Journal of Economics*, 80 (2), 190. Available from <https://academic.oup.com/qje/article-lookup/doi/10.2307/1880689>.
61. World Investment Report (2018). Available from: <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2130>.
62. Walsh, J. P., Jiangyan, Y. (2010). Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach (July). IMF Working Papers, pp. 1–27. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1662260>.
63. Wafure, Obida G., Nurudeen, Abu (2010). Determinants of Foreign Direct Investment in Nigeria: An Empirical Analysis. Mode of access: https://www.researchgate.net/publication/265627570_.
64. Wheeler, D., Mody, A. (1992). International investment location decisions: The case of U. S. firms. *Journal of International Economics*, vol. 33, iss. 1–2, pp. 57–76.
65. Xing, Yuqing, Wan, Guanghua (2006). Exchange Rates and Competition for FDI in Asia. *The World Economy*, vol. 29, iss. 4.
66. World Bank Data on Indicators. Mode of access: <https://data.worldbank.org/indicator>.
67. Xaypanya, P., Rangakulnuwat, P., Paweenawat, S. W. (2015). The determinants of foreign direct investment in ASEAN: The first differencing panel data analysis. *International Journal of Social Economics*, 42 (3), pp. 239–250.