

ДЕТЕРМІНАНТИ ВПЛИВУ НА ІНВЕСТИЦІЙНУ АКТИВНІСТЬ ПІДПРИЄМСТВ (ЗА ІНОЗЕМНИМИ ПУБЛІКАЦІЯМИ)¹

Тема інвестиційної активності є актуальною для всіх країн світу як на макрорівні, так і на рівні підприємств. Глобальна фінансова криза негативно вплинула на інвестиційний клімат. Зниження інвестиційної активності стримує зростання економіки багатьох країн із ринком, що формується, і країн, що розвиваються, в середньостроковій перспективі. В економічній літературі існує ряд підходів, які моделюють інвестиційну поведінку.

Аналізу факторів впливу на інвестиційну активність присвячено роботи таких учених, як: Л. Артідж, К. Бішофф, С. Едвардс, Д. Йоргенсон, Д. Лорі, К. Кулем, П. Міхаелідес, М. Еванс, Ж. Лігарт [1-9] та ін. Вони досліджують різні індикатори, дають їм оцінку, висувають нові взаємозалежності між показниками. При цьому залишаються певні спірні детермінанти, що впливають на інвестиційну поведінку.

Метою статі є виявлення детермінант впливу на інвестиційну активність та поведінку суб'єктів господарювання.

Дослідження факторів, що впливають на інвестиції, може забезпечити краще розуміння всього процесу економічного розвитку і вказати ті параметри, які спрямовані на стимулювання довгострокового зросту, з одного боку, та стримування рівня безробіття – з іншого. Це необхідно для збільшення виробничого потенціалу країни, зміни зайнятості населення та контролю за волатильністю, яка викликає серйозні коливання економічної активності.

Зарубіжні вчені відзначають, що одним із найважливіших мотивів інвестування є підвищення рівня виробництва. Чим вище прибуток (та рівень виробництва), тим більш позитивними є майбутні очікування фірми, що приводить до збільшення кількості інвестиційних рішень. Емпіричні дані, в основному для американської економіки,

¹ Дослідження виконано в рамках НДР ІЕП НАН України «Механізми забезпечення інвестиційної активності підприємств для виробництва продукції з високою доданою вартістю» (2015-2018 рр., номер держреєстрації 0115U001639).

досліджують Д. Йоргенсон, К. Бішофф, М. Еванс. Вони продемонстрували, що виробництво дійсно є одним з основних факторів, які визначають інвестиції. Ж. Лігарт довів, що взаємозв'язок між інвестиціями та виробництвом у Португалії був статистично значущим у період розгляду [9]. Отже, зростання рівня виробництва позитивно впливає на рівень інвестиційної активності країн.

Наступною важливою детермінантою інвестиційної діяльності, на думку дослідників, є рентабельність. Якщо підприємства отримують високий рівень прибутку, то і рішення про здійснення інвестицій будуть позитивними. Та навпаки, при зниженні рентабельності вплив на майбутні інвестиції буде негативним [10]. Іншими словами, фірми з більш високим прибутком вкладають більше, тому очікується позитивна залежність між розміром інвестицій і прибутком.

Ще одним фактором інвестиційної активності є процентна ставка. У своїх працях Д. Йоргенсон зазначає, що метою підприємства є максимізація чистої приведеної вартості, потім, після відповідної розробки, вони інвестують у кожен період залежно від відносних цін і випуску [4]. У цій моделі інвестиційна функція включає роль прибутковості. Відповідно процентна ставка на внутрішньому ринку як міра вартості капіталу має впливати на інвестиційні рішення. Залежність цієї детермінанти розглядається з двох сторін: негативної – чим нижче процентна ставка, тим вище справжня вартість грошових потоків; позитивної – процентна ставка як частина вартості капіталу погіршує прибуток фірм. Отже, з огляду на той факт, що вони частково беруть фінансування своїх інвестицій, підтверджується те, що чим нижче процентна ставка, тим більш сприятливим є це інвестування [11].

П. Міхаелідес пропонує модель множинної лінійної регресії, що включає різні елементи, які впливають на інвестиційну активність на прикладі Греції. Крім вищезазначених факторів, він описує ряд інших, важливих для пояснення інвестиційного клімату країни; розкриває можливість впливу деяких важливих інституційних і соціально-економічних детермінант [7]. Одним із таких є військове правління, яке перебувало при владі в період 1967-1974 рр. Суть економічної політики військового режиму полягала в тому, що в Греції відбулося поєднання двох основних принципів економічного розвитку: жорстке державне регулювання стратегічних галузей промисловості, які розвивалися за рахунок державних інвестицій, та лібералізація частки галузей економіки, у яких акумулювалися

кошти приватного капіталу (туризм, легка та харчопереробна промисловість). Специфіка розвитку Греції полягала в тому, що лише комплексне використання двох, на перший погляд несумісних, способів розвитку дозволило здійснити успішні реформи, результатом яких стала кардинальна перебудова національної економіки та виведення її на рівень розвитку більшості західноєвропейських країн. Економічна стабілізація зупинила «втечу» капіталів із країни, оскільки з'явилася впевненість у стабільності драхми і можливість для вигідного інвестування всередині країни.

Тим часом дві нафтові кризи, які негативно вплинули на різні сектори економіки, могли вплинути і на інвестиційну та промислову діяльність [11]. Нарешті, входження країни до ЄС у 1992 р. – ще одна дуже важлива подія, яка теж могла б вплинути на інвестиційну активність в Греції. Вплив таких подій було прийнято за фіктивні змінні.

Базовою моделлю оцінки інвестиційної активності в Греції є [7]

$$I_t = f(Y_t, r_t, \pi_t, M67, O1, O2, D92) + u_t,$$

де I_t – валові капіталовкладення у Грецію в році t ;

Y_t – валовий внутрішній продукт у Греції в році t ;

r_t – реальна процентна ставка за кредитами в Греції в році t ;

π_t – чистий відсоток прибутку в Греції в році t ;

$M67$ – фіктивна змінна для військового правління в Греції;

$O1$ – фіктивна змінна для першої нафтової кризи;

$O2$ – фіктивна змінна для другої нафтової кризи;

$D92$ – фіктивна змінна для Греції у фінансовій сфері у ЄС;

u_t – остаточний показник, призначений для відстеження впливу всіх інших факторів, які не входять до моделі;

f – лінійна функція.

Значення чинників, які впливають на інвестиційну активність у Греції, перевіряється з використанням даних, зібраних із різних джерел.

Залежна змінна «інвестиція в Грецію» вимірюється за допомогою валового інвестування в основний капітал. Дані отримують з Європейської економіки, опублікованої Європейською комісією. Вимірюється у мільярдах грецьких драхм за постійними цінами.

Незалежні змінні:

валовий внутрішній продукт Греції за незмінними цінами отримано з Європейської економіки, опублікованої Європейською комісією;

відсоткова ставка реального кредитування (%) для торгового капіталу отримана із Статистичного бюлетеня Банку Греції та Європейської економіки, опублікованої Європейською комісією.

відсоток чистого прибутку (%) отримано в результаті досліджень;

фіктивна змінна, яка набуває значення 1 під час військового правління і 0 – в іншому разі, використовується для обліку військового права в Греції;

фіктивна змінна, яка набуває значення 1 під час кризи і 0 – в іншому разі, використовується для обліку першої нафтової кризи;

фіктивна змінна, яка набуває значення 1 під час кризи і 0 – в іншому разі, використовується для обліку другої нафтової кризи;

фіктивна змінна, яка набуває значення 0 до 1981 р. і 1 – після цього, використовується для обліку включення країни в ЄС.

На основі отриманих даних за допомогою цієї моделі, П. Міхаелідес зробив висновок, що ознаки детермінант інвестицій узгоджуються з економічною теорією. Це означає, що очікуваний позитивний взаємозв'язок між інвестиціями та виробництвом, а також між інвестиціями та прибутковістю підтверджується емпірично. Аналогічним чином очікуваний негативний взаємозв'язок між інвестиціями і процентною ставкою також підтверджується емпірично [7].

Л. Артідж та Р. Ніколіні як фактор інвестиційної активності розглядають розмір ринку, що вимірюється у ВВП або ВВП на душу населення в економетричних дослідженнях [1]. Це основна детермінанта горизонтальних прямих іноземних інвестицій (ПІІ), що не має відношення до вертикальних ПІІ. Вони зазначають, що ПІІ перейдуть у країни з більшими і розширюваними ринками, більшою купівельною спроможністю, де підприємства можуть потенційно отримувати вищу віддачу від свого капіталу, а отже, більший прибуток від своїх інвестицій.

Досліджуючи зарубіжні наукові джерела, можна дійти висновку, що економетричні результати за розміром ринку далеко не однозначні. С.Едвардс використовує зворотний дохід на душу населення як непрямий показник для повернення капіталу і доводить, що реальний ВВП на душу населення має зворотний зв'язок з ПІІ/ВВП, але Ф. Шнайдер і Б. Фрей знайшли позитивний зв'язок між цими двома змінними [3; 12]. Вони стверджують, що вищий рівень ВВП на душу населення передбачає кращі перспективи для ПІІ у приймаючій країні. Змінний ВВП є додатним і статистично значущим на рівні менше 1%. Констатується, що збільшення розміру

ринку, як правило, стимулює залучення ПІІ в економіку. Вважається, що темпи зростання ВВП справляють невеликий позитивний вплив на внутрішні ПІІ.

А. Чаркрабарті описує фактор «відкритість економіки», який в основному вимірюється відношенням експорту й імпорту до ВВП, а також для визначення ПІІ [13]. Гіпотеза така: з урахуванням того, що більшість інвестиційних проєктів спрямовані на торговий сектор, ступінь участі країни в міжнародній торгівлі має бути важливим чинником у рішеннях. Д. Джордан стверджує, що вплив відкритості на ПІІ залежить від типу інвестицій. Коли інвестиції є ринковими, торговельні обмеження можуть справити позитивний вплив на інвестиції [14].

На думку Д. Джордана, така детермінанта, як інфраструктура, охоплює багато аспектів, починаючи з доріг, портів, залізниць і телекомунікаційних систем і закінчуючи інституціональним розвитком (наприклад, бухгалтерський облік, юридичні послуги). Висока якість і розвинена інфраструктура підвищують інвестиційну активність країни, а отже, стимулюють приплив ПІІ в країну [14].

А. Чаркрабарті, Ф. Шнайдер, Б. Фрей, К. Кулем одноставні стосовно ролі зростання економіки як фактора інвестиційної активності [6; 12; 13]. Згідно з гіпотезою швидко зростаюча економіка надає відносно кращі можливості задля отримання прибутку, ніж та, що розвивається повільно або не розвивається зовсім. Простежується позитивний кореляційний зв'язок. На більшому ринку більше можливостей для інвестицій. Іноземні інвестори бажають більш стабільної економіки для прибутковості та легкого потоку прибутку.

Рейтинг політичного ризику серед іноземних досліджень детермінант інвестиційної активності залишається досить нечітким. Учені багато років намагаються пролити світло на вплив податків, стимулів і вимог до виробничої діяльності для інвесторів за кордоном. Досліджуючи цю тему, автори дійшли згоди, що змінні факторів, які не належать до політики, схильні до маніпуляцій, але їх темпи зміни зазвичай набагато повільніше, ніж змінних чистої політики (наприклад, рівень доступних податкових пільг порівняно з ВВП на душу населення у країні) [5; 7; 12; 15]. Будь-яке емпіричне дослідження, що моделює вплив політичних наслідків на інвестиційну активність, потребує включення не тільки політичних змінних як контролю за альтернативними поясненнями [5].

У зв'язку з тим, що тарифні бар'єри і заборони на зниження обсягів інвестицій знижуються, відмінності в політиці оподатку-

вання, стимулювання і виробничої діяльності приймаючих країн відіграють велику роль у впливі на розподіл приватних інвестицій у всьому світі. Ці показники були включені до порядку денного одного з Уругвайського раундів ГАТТ через їх можливість викривляти моделі торгівлі за допомогою їх впливу на розміщення і здійснення ПІІ [15].

У 1977 та 1982 рр. у США були здійснені контрольні дослідження, які дозволили підтвердити або відкинути уявлення політиків про їх вплив на рішення щодо розміщення інвестицій. Респондентам, які брали участь у контрольному опитуванні, було задано п'ять запитань щодо вимог до виробничої діяльності, які застосовуються до кожної із зарубіжних філій фірми, та чотири запитання щодо інвестиційних стимулів, запропоновані кожній із зарубіжних філій фірми. Алгебраїчно формули для побудови змінних чистого стимулу і чистої виробничої діяльності для кожної країни мають такий вигляд:

$$\text{Чиста інвестиційна міра стимулювання}_j = \frac{\sum_{i=1}^N (I_{ij}/A_j)}{N},$$

де I_{ij} – кількість філій США, на які вплинула категорія інвестиційних стимулів i у країні j ;

A_j – загальна кількість філій США у країні j ;

N – кількість категорій стимулів у контрольних опитуваннях (=4).

$$\text{Чиста виробнича діяльність}_j = \frac{\sum_{i=1}^N (PR_{ij}/A_j)}{N},$$

де PR_{ij} – кількість філій США на які впливають вимоги до виробничої діяльності i у країні j ;

A_j – загальна кількість філій США у країні j ;

N – кількість категорій вимог до виробничої діяльності (=5).

Учені роблять акцент на тому, що однією з проблем цього опитування є його формат, зокрема, воно фіксує лише кількість філій у кожній країні, які пропонують стимули або схильні до впливу на вимоги щодо виробничої діяльності. Нелегко зрозуміти чистий вплив стимулів і вимог до виробничої діяльності іноземних інвесторів лише з цифр. Незважаючи на це, унікальна здатність цих даних вимірювати інформацію про інвесторів в урядовій політиці викликає емпіричне тестування їх впливу на потоки ПІІ у США. Слід зазначити, що країни можуть використовувати ці показники і для стимулювання інвестицій. Наприклад, Чорногорією було заявлено, що США може створити дочірню компанію, яка перебуватиме в повній власності, тільки якщо вони будуть згодні експортувати

певний відсоток від своєї продукції. Це означає, що очікувані на прями взаємовідносин між політичними змінними і ПП можуть бути менш явними, ніж якщо стимули і вимоги до виробничої діяльності були б винятковими. З точки зору специфікації моделі це підкреслює необхідність включення заходів обох типів політичних конструкцій у спробу виявити їх вплив на інвестиційну активність.

Д. Лорі наголошує, що політична стабільність країни знижує невизначеність потенційних інвесторів, а отже, підвищує рівень ПП, які надходять у цю країну. Інвестори чітко враховують стабільність внутрішнього середовища. Для оцінки політичного, фінансового й економічного ризиків, пов'язаних із кожною з приймаючих країн, використовувався комбінований бал у країні, розроблений Міжнародним керівництвом з країнних ризиків. Формула для складеного індексу виражена більшою мірою по відношенню до політичного ризику. Складовий бал варіюється від 100 (дуже низький ризик) до 0 (дуже високий ризик) [5].

Як зазначає Томас Л. Брюер у своїй всеосяжній теорії взаємозв'язку між політичними ризиками та інвестиціями, політика може або збільшити, або зменшити недосконалості ринку, а отже, підвищити або знизити рівень ПП [16]. Більш того, типи реалізованої політики істотно розрізняються в розвинених країнах і країнах, що розвиваються. Наприклад, розвинені країни лібералізували свою політику щодо внутрішніх інвестицій задовго до країн, що розвиваються. Використовуючи класифікаційну схему організації економічного співробітництва і розвитку, змінна статусу розвитку була закодована як «одинична» для розвинених країн і «нульова» – для країн, що розвиваються.

Вимірюючи вплив політичних ризиків на інвестиційну активність, С. Едвардс використовує два показники: політичну нестабільність і політичне насильство. Він встановив, що політична нестабільність (яка вимірює вірогідність зміни уряду) є суттєвим показником, у той час як політичне насильство (частота політичних вбивств, бурхливі заворушення і політично мотивовані страйки) – несуттєвим [3].

Таким чином, усі розглянуті фактори розподіляються на дві групи: мікро- та макродетермінанти. У таблиці наведено залежність між детермінантами та інвестиційною активністю.

Висновки. Процес активізації інвестиційної діяльності підприємств неможливий без систематизації та аналізу факторів, які на неї впливають. Вони утворюють взаємопов'язану систему і відрізняються силою свого впливу як у часі, так і в просторі.

На сьогоднішній день залишається безліч відкритих питань та спорів щодо детермінант впливу на інвестиційну активність підприємств.

Дослідження даної проблематики за іноземними публікаціями дозволило встановити, що напрям впливу вищезазначених факторів на інвестиційний клімат може бути різним. Змінні можуть впливати на ПІІ як позитивно, так і негативно. В емпіричних дослідженнях використовується різна комбінація цих детермінант як пояснювальних змінних.

Таблиця

Залежність між детермінантами та інвестиційною активністю

	Детермінанта	Вплив на інвестиційну активність	Залежність
Мікродетермінанти	Рівень виробництва [9]	Чим вище рівень виробництва, тим більш позитивними є майбутні очікування підприємств, що приводить до підвищення інвестиційної активності	Пряма
	Рентабельність [10]	Підприємства з вищою рентабельністю вкладають більше. Тобто очікується позитивна залежність між прибутком та інвестиційною активністю	Пряма
	Процентна ставка [4]	Чим нижче процентна ставка, тим більш сприятливими є умови інвестиційної активності	Зворотна
Макродетермінанти	Розмір ринку (вимірюється у ВВП та ВВП на душу населення) [1]	Чим більше ринок та купівельна спроможність, тим більш сприятливими є умови для зростання інвестиційної активності	Пряма
	Відкритість економіки [13]	З урахуванням того, що більшість інвестиційних проектів спрямовано на торговий сектор, ступінь участі країни в міжнародній торгівлі має бути важливим чинником у рішеннях	Пряма
	Інфраструктура [14]	Висока якість і розвинена інфраструктура підвищують інвестиційну активність країни, а отже, стимулюють приплив ПІІ у країну	Пряма
	Зростання економіки [6]	Швидко зростаюча економіка надає відносно кращі можливості задля отримання прибутку, ніж та, що розвивається повільно або не розвивається зовсім	Пряма
	Політичні ризики [5]	Політичний ризик негативно впливає на інвестиційну активність	Зворотна

Через відсутність консенсусу щодо теоретичної основи для керівництва емпіричною роботою з ПІІ не існує загальноприйнятого набору пояснювальних змінних, які можна розглядати як «справжні» детермінанти інвестиційної активності. Подальші дослідження слід спрямовувати на більш досконале вивчення факторів і залежності інвестиційного клімату від них.

Література

1. Artige, L., Nicolini, R. (2005), "Evidence on the Determinants of Foreign Direct Investment: The Case of Three European Regions."
2. Bischoff, C. W. (1969), "Hypothesis Testing and the Demand for Capital Goods", *Review of Economics and Statistics*, Cambridge, Mass., Harvard University Press, pp. 354-368.
3. Edwards, S. (1990), "Capital Flows, Foreign Direct Investment, and Debt - Equity Swaps in Developing Countries" (Working Paper No. 3497 ed.): NBER.
4. Jorgenson, D.W. (1963), "Capital Theory and Investment Behaviour", *American Economic Review*, 53.
5. Loree, D., Guisinger, S. E. (1995), "Policy and Non-Policy Determinants of U.S. Equity Foreign Direct Investment". *Journal of International Business Studies*, 26, pp. 281-300.
6. Culem, C. G. (1988), "The Locational Determinants of Direct Investment among Industrialized Countries". *European Economic Review*, 32, pp. 885-904.
7. Michaelides P.G., Belegri-Roboli A., Economakis G., Milios J.G. (2005). *The Determinants of Investment Activity in Greece (1960-'99)*. (Published in: *Journal of Transport and Shipping*, f. Aegean Working Papers, Issue 3, 2005, pp. 23-45).
8. Evans, M.K. (1967). "A Study of Industry Investment Decisions". *Review of Economics and Statistics*, 49, pp. 151-164.
9. Lighthart, J.E. (2002), "Public Capital and Output Growth in Portugal: An Empirical Analysis". *European Review of Economics and Finance*, vol. 1, No.2, pp. 3-30.
10. Sarantidis, S. (1995), *Modern Macroeconomic Analysis*, Athens: Mpenos Publications.
11. Milios, J. and Ioakimoglou, I. (1991a). "The Greek ship-owning capital", Part A, *Thesiseis* 35, pp. 97-115
12. Schneider, F., Frey, B. (1985). "Economic and Political Determinants of Foreign Direct Investment". *World Development*, 13(2), pp. 161-175.

13. Charkrabarti, A. (2001). "The Determinants of Foreign Direct Investment: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions". *Kyklos*, 54(1), pp. 89-114.

14. Jordaan, J. C. (2004). "Foreign Direct Investment and Neighbouring Influences". Unpublished doctoral thesis, University of Pretoria.

15. Guisinger, Stephen E. 1989. Total protection: A new measure of the impact of government intervention on investment profitability. *Journal of International Business Studies*, 20(2): 280-95.

16. Brewer, Thomas L. 1993. Government policies, market imperfections, and foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 24(1): 101-20.

Надійшла до редакції 31.10.2017 р.

Ю.І. Піменова

ЕКОНОМІЧНА ДОДАНА ВАРТІСТЬ ЯК ПОКАЗНИК ЕФЕКТИВНОСТІ ДІЯЛЬНОСТІ ПІДПРИЄМСТВА¹

У даний час у роботах зарубіжних дослідників висвітлюються питання аналізу рентабельності виробництва з точки зору власника підприємства з використанням показника економічної доданої вартості. Вітчизняними вченими такий підхід вивчений мало. Але з урахуванням того, що ця проблематика має велике значення для визначення ефективності діяльності підприємства, необхідно розглянути її більш детально.

Концепція економічної доданої вартості з успіхом використовується за кордоном. Однак українські компанії мало застосовують її у своїй діяльності. Це пов'язано в основному зі складністю адаптації її до умов України. Тому питання можливості застосування й розробки механізму використання показника економічної доданої вартості для визначення ефективності господарської діяльності вітчизняних підприємств є актуальними.

¹ Дослідження виконано в рамках НДР ІЕП НАН України «Механізми забезпечення інвестиційної активності підприємств для виробництва продукції з високою доданою вартістю» (2015-2018 рр., номер держреєстрації 0115U001639).