

ІНОЗЕМНИЙ ФІНАНСОВИЙ КАПІТАЛ ТА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ

FOREIGN FINANCIAL CAPITAL AND ECONOMIC GROWTH

У статті досліджуються мотиви розміщення капіталу в різних країнах світу, і ефект від притоків іноземного капіталу на економічне зростання в країнах, що розвиваються. Іноземний капітал може мати як позитивний так і негативний вплив на обмінний курс в силу недостатньої розвиненості фінансової системи. Однак позитивна кореляція між сальдо рахунку поточних операцій і економічним зростанням зберігається. Пропонуються механізми для кращого освоєння іноземного капіталу на локальному фінансовому ринку.

The article investigates the motives of allocation of capital around the world, and the effect of foreign capital inflows on economic growth in developing countries. Foreign capital might have a negative impact on the exchange rate because of the underdevelopment of their financial systems. However, a positive correlation between the current account balance and economic growth remains. This article explores the relationship between long-term current account balance and economic growth. The current account balance is an indicator of foreign investment, which can be used to make investments in the country. According to the classical theory, countries that borrow more abroad would invest more (less constrained by domestic savings) and, as a result their economic growth must be higher. Also in this article are determined internal and external factors which have influence on foreign investment into a country or group of countries. It is specified the method of calculation of investment risk. We offered an innovative mechanisms that can encourage foreign capital to be invested into Ukraine, including and based on relevant foreign experience.

Ключові слова: прямі іноземні інвестиції, фінансовий ринок, іноземний капітал, сальдо поточних операцій, поточний рахунок, економічне зростання.

Keywords: foreign direct investment, financial market, foreign capital, current account balance, current account, growth.

Постановка проблеми та її зв'язок із практичними завданнями. Очевидно, що український ринок не готовий до освоєння іноземного капіталу, в силу своєї неефективності: відсутність ліквідності, монополізація ринку, обмежені можливості регулювання курсу національної валюти. Це може спричинити до зворотнього ефекту у довгостроковій перспективі – відтоку капіталу – скуповування іноземним інвестором українських

корпорацій з необ'єктивним дисконтом, неефективного освоєння таких інвестицій, створення перешкод для інших потенційних внутрішніх і зовнішніх інвесторів. В той же час Україна відчуває дефіцит іноземного капіталу оскільки є дефіцит внутрішніх збережень. А рішення уряду не обмежують вільний рух капіталу, наприклад рейтингова корпорація MSCI виключити Україну з індексу «прикордонних» ринків у зв'язку з

Тимур Бойко
аспирант
кафедри
Фінансові ринки
ДВНЗ «Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана»

Tymur Boiko
postgraduate
SHEI «Kyiv
National
Economic
University named
after Vadym
Hetman»

МАКРОЕКОНОМІКА

обмеженням НБУ щодо транскордонного руху капіталу негативно вплинуло на притік іноземного капіталу: сальдо поточних операцій вже п'ятий рік поспіль перевищує кілька мільярдів дол. США [1]. Відсутні програми для стимулювання інвестицій у довгостроковій перспективі. Практична цінність дане дослідження полягає у інформуванні щодо світового досвіду руху та регулювання притоку іноземного капіталу, зі специфікою для ринків країн, що розвиваються. Але навіть в таких умовах актуальним залишається питання чи доцільно країнам взагалі інтегруватись у глобальний рух капіталів. З однієї сторони деякі науковці вважають, що така інтеграція сприяє розвитку не лише фондових ринків цих країн, а й їхніх реальних економік, що у довгостроковій перспективі призводить до справедливих цін на фінансові активи. Проте, з іншого боку, інші науковці, вважають, що інтеграція слабких фондових ринків, призводить до негативних наслідків [2].

Формулювання цілей статті. Дослідження закономірності руху капіталу та формування На необхідності залучення іноземного капіталу на фондовий ринок наголошується ще з отримання незалежності. Але рух іноземного капіталу не відповідає змісту класичних теорій (із багатьох в бідні країни), що потребує дослідження закономірностей його руху. Тобто цілями є дослідження, по-перше, мотивів притоків іноземного капіталу, по-друге, якості зв'язку між економічним зростанням країни та притоком іноземного капіталу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. В науковій літературі не знайдено консенсус щодо зв'язку між іноземними інвестиціями й економічним зростанням. Одна група науковців вважає, що на притік іноземного капіталу визначають в першу чергу внутрішні фактори, а друга – зовнішні. При цьому більшість науковців, вважає що саме економічне зростання стимулює зростання норми збережень, що вже потім стимулює притік інвестицій [3]. Зasadникою працею в цьому напрямі є робота С. Керролл і Д. Вейла

[3]. Рохас-Суарес Л., [4] досліджувала вплив макроекономічної стабільності в цілому на економічний зростання. Інший напрямок досліджень – це визначення не внутрішніх, а зовнішніх факторів руху іноземного капіталу. Наприклад китайські Чунг та Мек [5], відзначають, що основним фактором глобалізації фондових ринків є фондовий ринок США. Еун та Шім [6] при цьому зазначають, що американський фондовий ринок визначає тренд для інших високоліквідних фондових ринків, та в меншій мірі інших. А деякі дослідження вказують на відсутність залежності не лише між розвиненими країнами та країнами, що розвиваються, а й навіть між самими розвиненими країнами [6]. А. Мубарек [7], у своєму досліджені зв'язку між групою країн (Великобританія, США, Японія, Німеччина та Франція), та країнами БРИКС прийшла до висновку, що є такий взаємозв'язок досить не суттєвий (коєфіцієнт кореляції 30%), а головними факторами, що визначають силу такого зв'язку є обсяг фондового ринку, обсяг імпортно-експортних операцій, темпах приросту ВВП [7]. У вітчизняній науковій літературі питання в останні роки змістово досліджували Р. Гнатюк [8], Котова М. [9].

Виклад основного матеріалу дослідження. Класична економічна теорія стверджує, що глобальний рух фінансового капіталу здійснюється у напрямку від багатших країн в бідніші, а точніше з країн, де фізичний капітал перевищує запаси робочої сили (з ринків де прибуток на капітал менше), в країни, з відносно меншим капіталом (на ринки з невикористаними інвестиційними можливостями). А отже, від такого напрямку руху капіталу бідніші країни повинні ставати багатшими від нових фінансових ресурсів, а багаті - багатшими від реалізації цих інвестиційних можливостей.

Однак в реальності все інакше. Ж. Ландо [10] пропонує розглянути наступну головоломку. Хоча в багатьох розвинених країнах поточна фінансова ситуація винятково сприятлива для інвестицій: реальні процентні ставки тривалий період перебувають на істо-

рично низькому рівні, за більшістю оцінок премія за ризик в довгострокові, неліквідні активи негативна, частки прибутку в ВВП рекордні, але компанії створюють величезні резерви готівки в небачених раніше масштабах: Японія - 2,8 трлн. дол. США, Сполучені Штати - 1,0 трлн. дол. США, ЄС - 1,5 трлн. дол. [11]. На думку М. Карні, Керуючого банком Канади, бізнес прагне зберігати «мертві гроші».

В дійсності це не так, навіть не дивлячись на те, що країни з розвиненою економікою схильні до «балансової рецесії». Коо [12] вважає, що в такій ситуації приватний сектор скорочує борг і консолідує баланс. Й поки накопичення використовуються виключно для скорочення боргу, зростання капіталовкладень буде стримуватись, до тих пір, поки не відбудеться суттєве зниження частки позикового капіталу (делеверідж). Але якщо розглянути сам процес глибше, то в дійсності компанії емітують боргові зобов'язання в ще більших обсягах - в т.ч. високоприбуткові облігації - а більша частина залученого капіталу (2/3) направляється на погашення існуючого боргу, дивіденди, викуп акцій [13].

Явище при якому фінансовий капітал перетікає в більш багаті країни в т.ч. з країн, що розвиваються було названо «парадоксом Лукаса». Лукас

Р. (1990), у своїй знаменитій статті, вказав на те, що потоки капіталу з багатих країн в бідні були дуже незначними і ні в якій мірі не наближалися до рівнів, передбачає теорія. Хоча за останні 10 років фінансова глобалізація, прискорилася, але в період 2010-2015 цей парадокс при цьому посилився. На рис. 1 чітко видно, що норми прибутковості з інвестицій країн-експортерів фінансового капіталу продовжують зниження, відстаючи від відповідного рівня в країнах-імпортерах капіталу. Тобто, очевидно, що капітал перетікає з бідних країн до багатих.

Але якщо поглянути на цю проблему з позиції інвестиційного ризик-менеджменту, то парадокс Лукаса - цілком логічний. Оскільки прибуток, з урахуванням премії за ризик для іноземного інвестора в країнах, що розвиваються нижче норми прибутку з урахуванням премії за ризик в розвинених країнах, який не може бути компенсований навіть дефіцитом капіталу і відносним надлишком робочої сили. Адже багато країн, що розвиваються обтяжені цілим рядом проблем - включаючи недостатньо розвинену інфраструктуру, низький рівень освіти трудових ресурсів, корупцією і тенденцією порушувати умови погашення зовнішнього боргу, - які знижують прибуток на інвестиції,

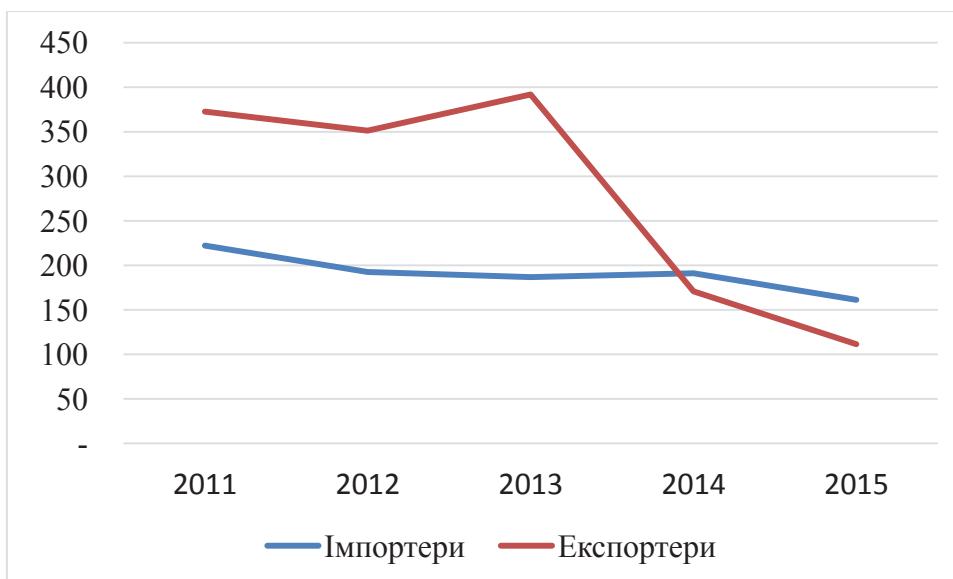


Рис. 1. Доходи від інвестицій у країнах, що експортерах та імпортерах фінансового капіталу, млрд. дол. США

Джерело: Розраховано автором на основі даних World Bank [14]

МАКРОЕКОНОМІКА

скориговану за ризиком.

Наприклад, у дослідженні Сколково (2012) відзначається - як і на будь-якому ринку іноземний інвестор оцінює співвідношення ризик/доходність [15]. Ризик інвестування в економіку країн, що розвиваються також визначається премією за ризик на грошовому ринку країни, якщо використовувати в якості еталонів ставки США і ЄС. У дослідженні наголошується, що іноземний капітал рухається до ринків, що швидко зростають з низькими преміями за ризик країни (наприклад Китай, Індія, Польща). А слабкість місцевої валюти, як не дивно, зменшує вартість інвестицій в ці країни і при усіх інших рівних умовах, це стимулює збільшення притоку іноземного капіталу в країну.

Нагадаємо, що згідно моделі арбітражного ціноутворення (МАЦ), очікувана премія за ризик акції в цілому залежить від очікуваної премії за ризик, пов'язаний з кожним фактором, і від чутливості акції до кожного з факторів (b_1, b_2, b_3 і т. Д.). Отже формула буде виглядати так:

$$\text{Очікувана премія за ризик} = r - r_f = b_1 (r_{\text{фактор1}} - r_f) + b_2 (r_{\text{фактор2}} - r_f) \dots + (1.1)$$

Драймс П., Френд І, Гултекін Н. уточнюють, що МАЦ є хорошим інструментом для оцінки очікуваної прибутковості, але тільки якщо можливо: 1) визначити короткий перелік макроекономічних факторів, 2) оцінити очікувану премію за ризик по кожному з факторів, 3) визначити чутливість кожної акції до цих чинників [16]. Тому ці автори у своєму дослідження визначили уніфікован

В їх випадку враховувались шість

факторів, тобто маємо:

$$r - r_f = b_1 (r_{\text{фактор1}} - r_f) + b_2 (r_{\text{фактор2}} - r_f) \dots + b_6 (r_{\text{фактор6}} - r_f) \quad (1.2)$$

У всякому разі, із усього підсумку капіталу, який дійсно надходить в країни, що розвиваються, більше має спрямовуватися в ті країни, які демонструють найбільш швидкі темпи зростання і тому, ймовірно, мають кращі інвестиційні можливості. Для вивчення цього питання, розподілимо країни, що розвиваються за середніми темпами зростання в 2005-2015 рр. Індія і Китай - це величезні ринки, які слід розглянути окремо. Підсумуємо сальдо за рахунком поточних операцій кожної групи країн і скорегуємо потоки, на індекс споживчих цін США, для забезпечення порівнянності в часі ряду.

Існує гіпотеза, що чим швидше темпами зростання ВВП, тим більше іноземного капіталу має надходити в країну. Однак, в 2005-2015 роках структура потоків капіталу носила воєстину аномальний характер: Індія, Китай і країни з високими і середніми темпами економічного зростання експортували незрівнянно більші суми капіталу ніж країни з низькими темпами зростання ВВП (рис. 2). Ситуація, в якій потоки капіталу, що направляється в країни, що розвиваються, не орієнтується на темпи зростання, отримала назву «загадки розміщення» в роботі Gourinchas and Jeanne (2006)

Загадка стає ще більше складною, якщо проаналізувати чисті потоки ПІІ (див. Рис. 3). У період 2005-2015 років навіть чисті потоки ПІІ не орієнтуються на темпи економічного зростання.

Таблиця 1

Внутрішні фактори, що впливають на інвестиційний ризик країни

Фактор	Одинаця виміру
Розкид (діапазон) доходностей	Прибутковість довгострокових урядових облігацій за вирухаванням прибутковості 30-денних казначейських векселів
Процентна ставка	Зміна прибутковості казначейських векселів
Валютний курс	Зміна вартості долара щодо кошика інших валют
Реальний ВНП	Зміна прогнозних оцінок реального ВНП
Інфляція	Зміна прогнозних оцінок інфляції

Джерело: Побудовано автором на основі [16]



Рис. 2 ПІІ в певні країни та групи країн у 2005-2015 рр. (млрд. дол. США)

Джерело: Розраховано автором на основі даних World Bank [14]

За період з 2005 по 2015 рік група країн з низькими темпами зростання прийняла основну частину ПІІ, також значні суми інвестували в Китай. Це говорить про те, що країни, що швидко розвиваються, мають більше можливостей для інвестицій, через що вони залучають більше ПІІ. Але, ці суми іноземного капіталу для них здайве, вони не використовують його, наприклад Китай є чистим експортером капіталу, тобто «реекспортує» фінансовий капітал.

Парадокс ситуації з іноземним капіталом стає ще більш очевидним

при дослідженні його розміщень в країнах, що розвиваються. Якщо розглянути кореляцію між економічним зростанням і сальдо рахунку поточних операцій, використовуючи дані, усередині за тривалий період, по кожній країні. За нашими розрахунками в 2016, для обраної нами групи країн, які розвиваються, кореляція, на позитивна (див. Рис. 4).

У країнах, що розвиваються, які менше залежать від зовнішніх запозичень, зростання економіки в довгостроковій перспективі йде порівняно найшвидшими темпами. Пояснення

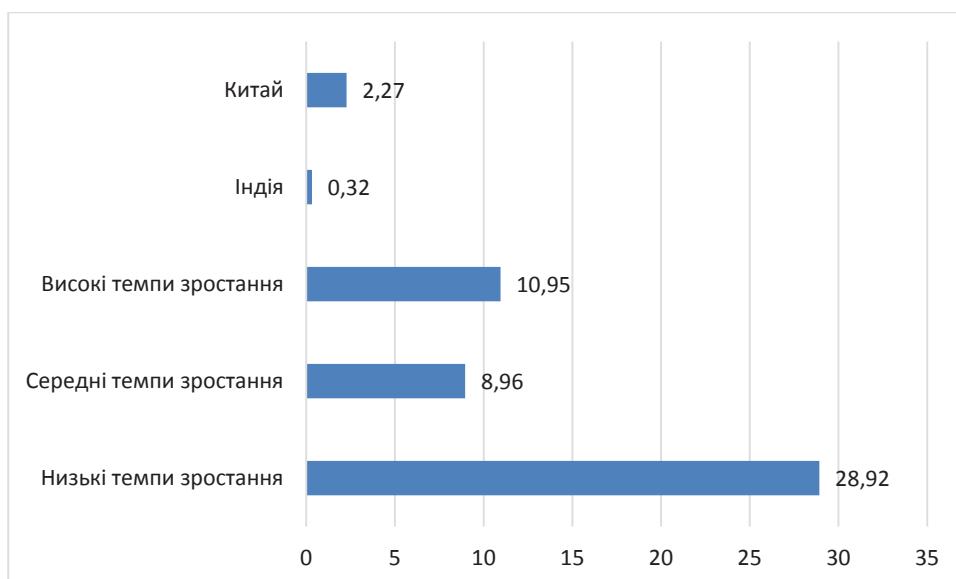


Рис. 3. Чисті потоки іноземних інвестицій в певні країни та групи країн у 2005-2015 рр. (трлн. дол. США)

Джерело: Розраховано автором на основі даних World Bank [14]

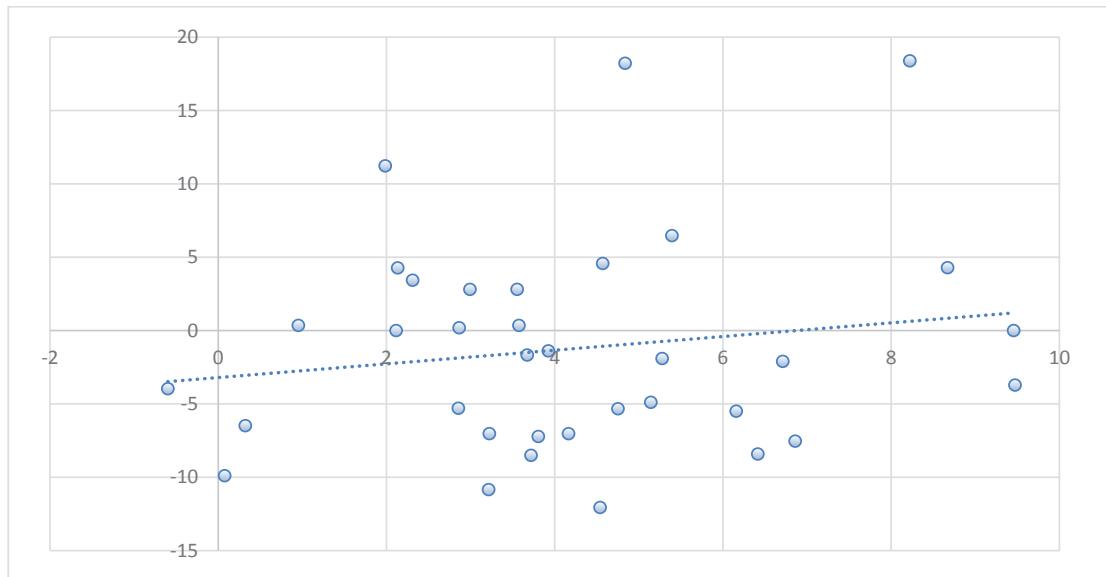


Рис. 4. Зростання ВВП та сальдо поточного рахунку у країнах, що розвиваються, 2005-2015 (%)

Джерело: Розраховано автором на основі даних World Bank [14]

позитивної кореляції позитивного рахунку поточних операцій і економічного зростання країни (%) - то що, швидке зростання пов'язаний з більш високими внутрішніми заощадженнями (і є їх першопричиною). Тобто потреба країн з високими темпами зростання в іноземному капіталі менше.

Незважаючи на те, що в науковому спітоваристві не знайдений консенсус щодо взаємозв'язку між інвестиціями, заощадженнями та економічним зростанням, проте більшість їх вважають, що саме економічне зростання і обумовлює заощадження [3].

Так само з найбільш останніх досліджень можна відзначити Рохас-Суарес Л., (2013) [4], де йдеться про те, що макроекономічна стабільність - база сталого економічного зростання і, як наслідок, збільшення норми приватних заощаджень. А це, вже сприяє збільшенню внутрішнього попиту на різні фінансові інструменти.

Зарубіжний досвід та новітні механізми стимулювання притоку інвестицій. Французький фінансист Ж.-П. Ландо [10] вважає, для іноземного капіталу при довгостроковому інвестуванні постають дві різні економічні проблеми: 1) природне небажання брати безвідкличні зобов'язання 2) неможливість визначення ціни ризику в довгостроковій перспективі.

Ці проблеми взаємопов'язані: чим швидше майбутня невизначеність, тим більша перевага короткострокових (ліквідних) інвестицій.

Рішенням може служити розробка фінансових інновацій, паралельно зі змінами в законодавстві та системі бухгалтерії. Ряд довгострокових інвесторів (пенсійні, суворенні фонди) переходятять зі звичайних акцій на комбінації облігацій та інших альтернативних інструментів з метою диверсифікації - розміщення активів в двох крайніх точках спектру «ризик-прибуток». А при проектному фінансуванні визначаються і розподіляються потоки коштів, отриманих від конкретних інвестицій для обслуговування боргу та забезпечення дивідендів акціонерам.

У. Буйтер і Р. Рабаті (2012) у роботі «Борг націй» [10] пропонують інше рішення - використання потенціалу уряду шляхом прийняття державою довгострокового ризику в державних гарантій, свого роду певна мінімізація частини ризику. Також держава може брати на себе певні витрати у довгострокових проектах (інфраструктура, енергоносії) в формі угод по ресурсам, що створює певну стимулюючу структуру ризиків за проектом. Цей підхід широко обговорювався і вивчався в різних робочих групах у 2013-2015рр. Комісія ЄС запропонувала створити

довгостроковий інвестиційний фонд для Європи, заснований на цих принципах.

Прасад I. (2007) вважає, що в першу чергу потрібно бути дуже обережним стосовно заходів економічної політики, пов'язаних з обмеженням рахунку операцій з капіталом. Такі рішення повинні узгоджуватись із особливостями конкретної країни. Ale і тут виникає протиріччя: якщо внутрішній фінансовий сектор недостатньо розвинений і притік капіталу чинить вплив на курс локальної валюти – треба обмежувати іноземний капітал. Ale з іншої сторони відкритість фінансової необхідна для стимулювання розвитку внутрішнього фінансового сектора. Тому Прасад I. пропонує всім учасникам процесу прийняття твердого зобов'язання здійснити інтеграцію фінансових ринків в певний момент в майбутньому. Внутрішня фінансова система отримує час для розвитку і приведення до міжнародних стандартів, а учасникам ринку - стимул готоватися до майбутньої інтеграції, щоб бути готовими для зовнішніх шоків. Недавнім прикладом тому служить підхід Китаю, який намагається прискорити

реформу банківського сектора, взявши на себе - в числі інших зобов'язань, пов'язаних зі вступом до Світової організації торгівлі, - зобов'язання відкрити свій банківський сектор для іноземної конкуренції.

Найбільш підходящий для України практичний досвід має Китай [17]. Ця країна мала схожу структуру власності акціонерів – великі долі мажоритарних акціонерів, серед яких і великі державні пакети, що не перебували в обігу, та відносно низька частка акцій корпорацій в обігу на фондовому ринку. Тому спочатку Китай створював умови, не відкриваючи свій ринок для іноземних інвестицій. Китай розробив та затвердив програму поступового допуску іноземних інституційних інвесторів на фінансовий ринок. Була введена система сертифікації міжнародних інституційних інвесторів QFII (Qualified Foreign Institutional Investors). Статус «кваліфікованих іноземних інституційних інвесторів»

отримували тільки авторитетні всесвітньо відомі корпорації типу інвестбанків «NomuraSecurities» (Японія), «UBS AG» (Швейцарія). Це дозволило зберегти частину ринку акцій для внутрішніх роздрібних інвесторів з метою стимулювання збережень. [17].

Наступним кроком, Китай для нейтралізації негативних наслідків притоку іноземного капіталу на фондовий ринок провів реформу акцій, що не перебували в обігу з метою приведення моделі ринку до об'єктивного ціноутворення на фондовому ринку і підвищенню рівня корпоративного управління компаніями. На першому етапі реформи був врахований ризик спаду цін акцій в обігу - власникам акцій, що перебували в обігу були надана можливість вигідної конвертації. Спочатку, в якості дослідження було обрано декілька корпорацій. Більшість із них застосувало коефіцієнт 3 до 10 (3 передані акції обмінювались на 10 конвертованих). Реформа небіржкових цінних паперів дозволила поліпшити показники місцевого фондового ринку та стала стимулом до реального виходу на лістинг холдингових компаніям (а не декларативне як є зараз в Україні), був налагоджений реальний процес залучення капіталу на фондовому ринку. І тільки через 10 років, на теперішньому етапі, Китай почав застосовувати механізми підтримки ліквідності ринку за допомогою пенсійних фондів (2016 інвестовано більше 100 млрд. долларів в фондовий ринок) [17].

ВИСНОВКИ ТА ПЕРСПЕКТИВИ ПОДАЛЬШИХ ДОСЛІДЖЕНЬ

Аномальні потоки капіталу у світі, що спостерігаються в даний час, та відомі як «парадокс Лукаса» (потоки з бідних країн до багатих), не завжди означають ознакою неефективності світового фінансового ринку. Вони можуть вказувати на фінансові та інші структурні перешкоди, впливають на можливості бідних країн освоювати іноземний капітал.

А ось дискусії за перевагами відкритості поточного рахунку операцій з капіталом, залежить від особливостей конкретної країни. Якщо внутрішній

фінансовий сектор слабкий, то слід уникати підвищення обмінного курсу, обумовленого припливом капіталу. При цьому відкритість фінансової системи як така може бути необхідною для того, щоб стимулювати розвиток внутрішнього фінансового сектора і скористатися вигодами, які несуть з собою фінансові потоки і розширення можливостей зростання.

Це протиріччя можна вирішити прийняттям інтеграції фінансових ринків з відстрочкою - тобто в конкретну дату в майбутньому, що дасть фінансовій системі час на розвитку без можливих несприятливих наслідків притоку капіталу і дасть стимул учасникам ринку готоватися до майбутньої масштабної інтеграції. З цього щоб краще зрозуміти, як підвищити розмір ринку країни, що, в свою чергу, дозволило б країнам, що розвиваються отримати вигоду від іноземного фінансування навіть на етапі розвитку, необхідні подальші, набагато більш велики дослідження.

Прикладом може слугувати досвід Китаю щодо стимулювання іноземних інвестицій, де першим кроком всі зусилля були спрямовані на стимулювання внутрішніх збережень та інвестицій (інвестиційного попиту), а розробка та одночасне дослідне тестування політики поступового відкриття фінансового ринку, як вже зараз відомо, сприяла довгострокового розвитку, стійкості ринку в період глобальних зовнішніх шоків.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. MSCI, Рекласифікація MSCI Індексу України, Прес-реліз 2015 року. [Електронний ресурс] - <https://www.msci.com/documents/10199/5e1f38fd-2da5-45b1-8a63-be8c62adabaf>
2. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? European Corporate Governance Institute Research Journal. 2005; 13(2): 112-140.
3. C. Carroll, D. Weil. Saving and growth: a reinterpretation. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, № 40, 1994, p. 133-193.
4. Rojas-Suarez L. On the way to a more sustainable and stable capital markets in the countries with emerging market economies. Bank for International Settlements. Internal documents № 75, 2014, p. 15-24
5. Wong W. The relationship between stock markets of major developed countries and Asian emerging markets, Journal of math and decision sciences. – 2004. – № 4
6. Singh A. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets, UNCTAD Review. – 1993.
7. Mobarek M. Global stock market integration and the determinants of co-movements: evidence from developed and emerging countries, Stockholm University Business School Review. – 2012.
8. Гнатюк Р. Інтеграція ринків цінних паперів розвинених та країн, що розвиваються. Вісник Львівського університету. Серія Економіка. 2015. № 52. С. 334-339
9. Котова М. Трансформація фондового ринку України в умовах світової глобалізації. Економіка: реалії часу. Науковий журнал. 2013, № 1 (6), p.153-157.
10. Landau J-P. Deliverage, long-term financing and the G20 agenda. Bank for International Settlements. Internal documents № 75, 2014, p 9-11.
11. Kay J. The Kay review of equity markets and long term decision making. Final Report. London: Department of Business Innovation & Skills, 2012.
12. Koo, Richard C. The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, Singapore: John Wiley and Sons, 2009
13. Stein J. Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy responses: Remarks at «Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter,» a Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, 2013
14. Світовий банк. Офіційний сайт, онлайн конструктор - [Електронний ресурс] - : <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>

15. Dr. Baoji Qu. Capital flows and fast-growing markets. The Emerging Markets Research Institute of the SKOLKOVO Business School and Ernst & Young (IEMS). Research papers № 12-07, 2012.

16. P. J. Dhrymes, I. Friend, and N. B. Gultekin. A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory // Journal of Finance. 39. 1984. June. P. 323—346

17. Wang Guogang, He Xuqiang. Opportunities into a new perspective: a review of 2005 and an perspective for 2006. Finance and trade economics Journal. 2005; 4: 55-63

REFERENCES

1. MSCI, Consultation: Reclassification of MSCI Ukraine Index, Press release, 2015 . [Electronic resource] – <https://www.msci.com/documents/10199/5e1f38fd-2da5-45b1-8a63-be8c62adabaf>
2. Hogfeldt P., Oborenko A. Does market timing or enhanced pecking order determine capital structure? European Corporate Governance Institute Research Journal. 2005; 13(2): 112-140.
3. C. Carroll, D. Weil. Saving and growth: a reinterpretation. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy, № 40, 1994, p. 133–193.
4. Rojas-Suarez L. On the way to a more sustainable and stable capital markets in the countries with emerging market economies. Bank for International Settlements. Internal documents № 75, 2014, p. 15-24
5. Wong W. The relationship between stock markets of major developed countries and Asian emerging markets, Journal of math and decision sciences. – 2004. – № 4
6. Singh A. The stock market and economic development: should developing countries encourage stock markets, UNCTAD Review. – 1993.
7. Mobarek M. Global stock market integration and the determinants of co-movements: evidence from developed and emerging countries, Stockholm University Business School Review. – 2012.
8. Hnatyuk R. Integration of securities markets of developed and developing countries. Visnyk of the Lviv University. Series Economics. 2015. № 52. P. 334-339
9. Kotova M. Transforming Stock Market of Ukraine in conditions of world globalization. Economy: Realities time. Scientific journal. 2013, № 1(6), p.153-157.
10. Landau J-P. Deliverage, long-term financing and the G20 agenda. Bank for International Settlements. Internal documents № 75, 2014, p 9-11.
11. Kay J. The Kay review of equity markets and long term decision making. Final Report. London: Department of Business Innovation & Skills, 2012.
12. Koo, Richard C. The Holy Grail of Macroeconomics: Lessons from Japan's Great Recession, Singapore: John Wiley and Sons, 2009
13. Stein J. Overheating in Credit Markets: Origins, Measurement, and Policy responses: Remarks at «Restoring Household Financial Stability after the Great Recession: Why Household Balance Sheets Matter,» a Research Symposium sponsored by the Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis, Missouri, 2013
14. World Bank. Online Data Sheets - [Electronic resource] –: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG>
15. Dr. Baoji Qu. Capital flows and fast-growing markets. The Emerging Markets Research Institute of the SKOLKOVO Business School and Ernst & Young (IEMS). Research papers № 12-07, 2012.
16. P. J. Dhrymes, I. Friend, and N. B. Gultekin. A Critical Reexamination of the Empirical Evidence on the Arbitrage Pricing Theory // Journal of Finance. 39. 1984. June. P. 323—346
17. Wang Guogang, He Xuqiang. Opportunities into a new perspective: a review of 2005 and an perspective for 2006. Finance and trade economics Journal. 2005; 4: 55-63