

[https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29\(1\)-73-88](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29(1)-73-88)

EDN: KMDALD



ФАКТОРЫ ДВИЖЕНИЯ ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В ЕАЭС В УСЛОВИЯХ ФРАГМЕНТАЦИИ МИРОВОЙ ЭКОНОМИКИ

© Переход С.А., Бабаев А.Г., 2026

Переход Сергей Александрович, к.э.н., заведующий лабораторией «Фининвест», ассистент, Финансовый университета при Правительстве Российской Федерации, Москва, Россия;

ORCID: 0000-0002-4606-1226; eLibrary SPIN: 7686-6040; saperekhod@fa.ru

Бабаев Алик Галибович, руководитель группы внутреннего аудита Финансового департамента ГК «Солар», Москва, Россия;

ORCID: 0000-0002-4606-1226; agbabaev@yandex.ru

Статья поступила: 19.08.2025, принята к печати: 03.02.2026

Оригинальная статья

Аннотация. В статье анализируется влияние фрагментации мировой экономики и санкционного давления на движение прямых иностранных инвестиций в странах Евразийского экономического союза. Цель исследования заключается в выявлении ключевых детерминант притока и оттока инвестиций и оценке их динамики в условиях экономической фрагментации и внешних ограничений. Актуальность работы определяется недостаточным притоком инвестиций и преобладанием оттока капитала, что сдерживает устойчивое развитие ЕАЭС. Научная новизна состоит в комплексной эконометрической оценке как притока, так и оттока инвестиций в странах ЕАЭС за период 2010–2022 гг. с учетом институциональных, макроэкономических и финансовых факторов. В исследовании использованы панельные данные по пяти странам ЕАЭС. В качестве факторов рассматривались: ВВП, мировой ВВП, открытость торговли, уровень заработной платы, индекс свободы труда, уровень коррупции, производительность труда, политическая стабильность, процентная ставка, инфляция, финансовое развитие и обменный курс. Для анализа применены эконометрические модели Pooled OLS и фиксированных и случайных эффектов. Экономический рост способствует увеличению притока инвестиций, тогда как рост заработной платы снижает инвестиционную привлекательность. Для оттока капитала выявлена обратная зависимость от производительности труда. Наиболее адекватной для объяснения притока оказалась модель со случайными эффектами, для анализа оттока — модель с фиксированными эффектами. Динамика инвестиций в ЕАЭС определяется размером рынка, макроэкономической стабильностью и издержками на труд. Для повышения инвестиционной привлекательности и устойчивости к внешним шокам предлагается углубление финансовой интеграции в рамках ЕАЭС, расширение сотрудничества с азиатскими партнерами и внедрение цифровых валют.

Ключевые слова: ЕАЭС, прямые иностранные инвестиции, санкции, отток капитала.

Классификация JEL: G28, F21, F36.

Для цитирования: Переход С.А., Бабаев А.Г. (2026). Факторы движения прямых иностранных инвестиций в ЕАЭС в условиях фрагментации мировой экономики // Экономическая наука современной России. Т. 29. № 1. С. 73–88. [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29\(1\)-73-88](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29(1)-73-88). EDN: KMDALD

[https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29\(1\)-73-88](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29(1)-73-88)



EDN: KMDALD

DETERMINANTS OF FOREIGN DIRECT INVESTMENT FLOWS IN THE EURASIAN ECONOMIC UNION UNDER CONDITIONS OF GLOBAL ECONOMIC FRAGMENTATION

© Perekhod S.A., Babaev A.G., 2026

Sergej A. Perekhod, PhD, head of the Fininvest Laboratory, assistant, Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow, Russia;

ORCID: 0000-0002-4606-1226; eLibrary SPIN: 7686-6040; saperekhod@fa.ru

Alik G. Babaev, head of the Internal Audit Group, Finance Department, Solar Group, Moscow, Russia;

ORCID: 0000-0002-4606-1226; agbabaev@yandex.ru

Received: 19/08/2025, Accepted: 03/02/2026

Original article

Abstract. The article analyzes the impact of global economic fragmentation and sanctions pressure on foreign direct investment (FDI) flows in the countries of Eurasian Economic Union (EAEU). The purpose of the study is to identify the key determinants of FDI inflows and outflows and to assess their dynamics under economic fragmentation and external restrictions. The relevance is determined by the insufficient inflow of FDI and the predominance of capital outflows, which limited sustainable development in the EAEU. The novelty of the research consists in the simultaneous econometric assessment of both inflows and outflows of FDI in the region over the period of 2010–2022, taking into account institutional, macroeconomic, and financial factors. The study is based on a panel dataset for five EAEU countries, with econometric analysis using Pooled OLS, Fixed Effects, and Random Effects models. The findings indicate that economic growth stimulates FDI inflows, while high wages reduce investment attractiveness. An inverse relationship of outflows and labor productivity was revealed. The Random effects model best explains inflows, while Fixed effects model more accurately capture the outflows. The dynamics of FDI in the EAEU are determined by market size, macroeconomic stability, and labor costs. To increase resilience to external shocks and enhance investment attractiveness the study recommends strengthening financial integration within the EAEU, expanding cooperation with Asian partners, and introducing digital currencies.

Keywords: Eurasian Economic Union, foreign direct investment, sanctions, capital outflow.

Classification JEL: G28, F21, F36.

For reference: Perekhod S.A., Babaev A.G. (2026). Determinants of foreign direct investment flows in the Eurasian Economic Union under conditions of global economic fragmentation. *Economics of Contemporary Russia*, 2026;29(1):73–88. (In Russ.) [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29\(1\)-73-88](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2026-29(1)-73-88). EDN: KMDALD

ВВЕДЕНИЕ

Современная геополитическая конфигурация, характеризующаяся тенденцией размежевания и фрагментации международного пространства, сопровождается переформатированием мировой финансовой системы и трансформацией структуры международных потоков капитала. Усиление санкционного давления на Российскую Федерацию, косвенные последствия которого распространяются и на другие государства Евразийского экономического союза (ЕАЭС), выступает дополнительным катализатором данных процессов. В результате наблюдается локализация инвестиционной активности и перераспределение потоков капитала преимущественно в границах интеграционных объединений или между странами, объединенными географической близостью. Для государств ЕАЭС, как отмечают исследователи, характерен ряд системных проблем. К числу ключевых проблем относятся: ограниченный объем поступлений прямых иностранных инвестиций (ПИИ), не обеспечивающий устойчивых темпов экономического развития; доминирование оттока капитала над его притоком; сокращение потоков зарубежных инвестиций в условиях усиления санкционного давления на Российскую Федерацию, а также снижение взаимных инвестиционных потоков внутри Союза вследствие высокой уязвимости экономики РФ перед ограничительными мерами.

В связи с этим особую значимость приобретает выявление закономерностей, факторов и преград, влияющих на формирование и развитие динамики международного движения капитала в государствах ЕАЭС, что предопределяет необходимость постановки ряда исследовательских вопросов. В рамках обозначенной проблематики целесообразно сформулировать следующие ключевые направления анализа.

1. Какие ключевые факторы определяют движение капитала в государствах ЕАЭС?
2. Каким образом изменились тенденции и вызовы, связанные с движением капитала в регионе?
3. Какие меры могут быть реализованы для смягчения барьеров и адаптации инвестиционной политики в условиях санкционных ограничений?

Результаты работы будут востребованы национальными (министерствами финансов и центральными банками) и наднациональными (Евразийская экономическая комиссия) органами финансового управления.

ПРОБЛЕМЫ ПРИТОКА ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНЫ ЕАЭС

В соответствии с положениями Договора о Евразийском экономическом союзе (ЕАЭС), в стра-

нах, участвующих в интеграционном объединении, закреплены свобода перемещения товаров, услуг и факторов производства, — труда и капитала. Вклад наибольшего масштаба в совокупные макроэкономические показатели Союза вносит Российская Федерация, выступающая крупнейшей экономикой среди государств-участников и фактически являющаяся ключевой движущей силой интеграционных процессов.

Анализ инвестиционных процессов в ЕАЭС позволяет выявить ряд характерных закономерностей. В целом экономический рост и развитие стран Союза в значительной степени зависят от масштабов привлечения иностранных инвестиций, при этом наблюдается устойчивая тенденция сокращения их притока в периоды финансово-экономических кризисов. Существенное влияние на динамику потоков капиталов оказали и санкционные ограничения против Российской Федерации: ослабление ее экономики, играющей ключевую роль во взаимных инвестиционных связях внутри ЕАЭС, привело к заметному снижению объемов взаимных вложений. Для большинства стран Союза характерно отрицательное значение международной инвестиционной позиции, в то время как Россия сохраняет положительный показатель.

Следует отметить, что структура движения капитала в ЕАЭС отличается выраженной волатильностью: все формы иностранных инвестиций подвержены значительным колебаниям, а устойчивые компоненты чистых потоков фактически отсутствуют. Вместе с тем доминирующее положение занимают прямые и прочие инвестиции, тогда как в отдельные временные интервалы усиливается активность портфельных вложений. Важной особенностью является превышение оттока капитала над его притоком, что отражается в отрицательных значениях показателя чистых прямых инвестиций в 2010–2022 гг. практически для всех государств Союза, за исключением ряда лет, в России и Кыргызстане.

Важнейшими макроэкономическими факторами, определяющими инвестиционную активность в ЕАЭС, выступают степень открытости национальной экономики, а также масштабы внутреннего рынка, формирующие потенциал спроса и привлекательность для инвесторов. Не менее значимым показателем является уровень инфляции, отражающий уровень макроэкономической нестабильности и определяющий инвестиционные риски. Наряду с этим, реальная процентная ставка непосредственно воздействует на характер движения потоков капитала, что наиболее явно проявляется в России, Армении и Беларуси. Снижение ВВП в странах Союза также сопровождается уменьшением притока иностранного капитала

и прямых инвестиций, что подтверждает тесную связь инвестиционной активности с общим состоянием экономики.

На рис. 1 представлены данные о динамике прямых иностранных инвестиций к ВВП. Анализ показывает значительные различия в инвестиционной привлекательности и финансовой стабильности между странами. Так, Армения демонстрирует устойчивый отток прямых инвестиций, который достиг пика в 2022 г. (–925,9 млн долл.). Однако рост чистого принятия обязательств на фоне низкого уровня приобретения финансовых активов указывает на зависимость от внешнего капитала. Подобная ситуация наблюдается и в Беларуси, где ежегодно фиксируется значительный отток инвестиций, увеличившийся с –1,277 млрд долл. в 2019 г. до –1,927 млрд долл. в 2023 г. Чистое принятие обязательств в Беларуси растет стабильно, что говорит о высокой внешней долговой нагрузке. Казахстан характеризуется резкими колебаниями прямых инвестиций. После значительного оттока капитала в 2022 г. (–7,956 млрд долл.) в 2023 г. наблюдается сокращение масштабов оттока (–2,443 млрд долл.). При этом чистое приобретение финансовых активов в 2023 г. демонстрирует положительную динамику (+2,99 млрд долл.). Кыргызстан отличается наиболее нестабильной динамикой. Если в 2020 г. страна привлекла значительный объем инвестиций (+582,4 млн долл.), то в последующие годы фиксировался их отток. Тем не менее, в 2023 г. объем оттока сократился, а чистое принятие обязательств компенсировало инвестиционный дефицит за счет привлечения заемного капитала. Россия, напротив, демонстрирует резкий перелом тренда после 2020 г. Если в 2019–2020 гг. фиксировался значительный отток

капитала, то с 2021 г. страна стала крупнейшим реципиентом инвестиций в регионе. Приток прямых инвестиций достиг 26,7 млрд долл. в 2022 г. и сохранился на высоком уровне и в 2023 г. Вместе с этим отрицательные значения чистого принятия обязательств¹ в 2022–2023 гг. свидетельствуют о снижении внешних долгов и перераспределении финансовых потоков. Таким образом, инвестиционная динамика в странах ЕАЭС существенно различается: Россия выделяется как наиболее привлекательная страна для инвесторов, тогда как Беларусь, Армения и Казахстан продолжают сталкиваться с оттоком капитала. Кыргызстан сохраняет нестабильные позиции, что делает регион уязвимым перед внешними экономическими вызовами.

Среди секторов экономик стран ЕАЭС наибольшее воздействие санкционного давления испытали финансово-банковские институты Российской Федерации, для которых негативные последствия ограничительных мер оказались наиболее выраженными. Учитывая постоянное усиление санкционной нагрузки и отсутствие предпосылок ее ослабления в обозримой перспективе (по экспертным оценкам), можно предположить, что влияние данных факторов на российскую экономику, а следовательно, и на экономическое развитие других государств ЕАЭС будет только возрастать (Чистилин, Переход, 2018).

¹ Чистое принятие обязательств — показатель, который равен разнице между увеличением и уменьшением обязательств за определенный период, например, при расчете платежного баланса. Его используют для оценки динамики обязательств, и положительное значение означает, что обязательства выросли, а отрицательное — что они снизились.

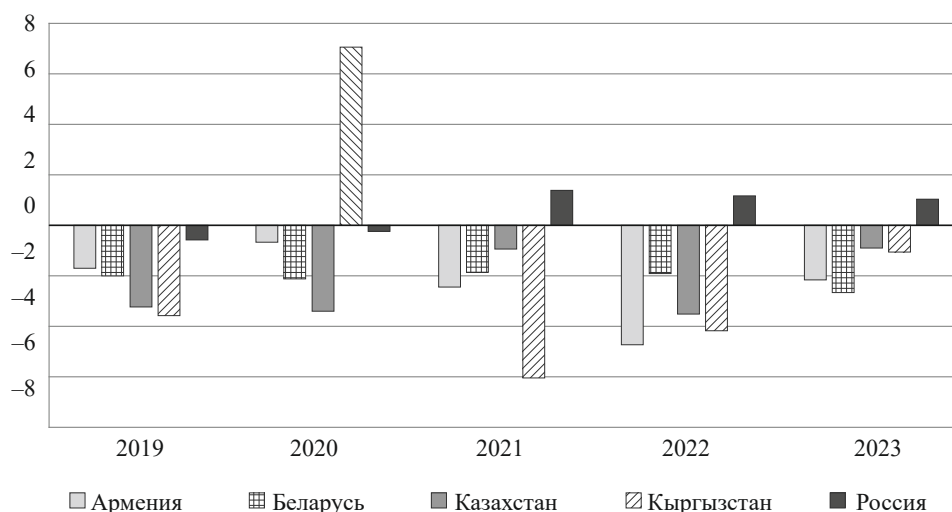


Рис. 1. Прямые инвестиции в страны ЕАЭС за 2019–2023 г., % ВВП

Источники: по данным Евразийской экономической комиссии (ЕЭК, 2024).

ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В резидуальном («остаточном») подходе Всемирного банка (Erbe, 1985) отток капитала измеряется как разница между зарегистрированными внешними притоками средств и их официально учтенным использованием (оттоками). Развивая эту линию, Дж. Каддингтон (Cuddington, 1986) трактует отток капитала как преимущественно краткосрочное явление, которое может быть как полностью отражено в статистике, так и оставаться неучтенным; его детерминанты — экономическая и политическая неопределенность, а также спекулятивные мотивы. Теоретическая база анализа во многом восходит к работам Е. Хекшера и Б. Олина (Ohlin, 1967), которые в рамках теории наделенности факторами² обосновали, что государства с определенными сравнительными преимуществами (например, значительными масштабами внутреннего рынка) способны привлекать транснациональные корпорации (ТНК). Дальнейшее развитие этого направления было сделано С. Хаймером (Humer, 1960) — в его работах акцентируется внимание на том, что транснациональные компании, функционирующие на территориях различных государств, способны сохранять конкурентные преимущества благодаря монопольному положению, внедрению передовых технологий и эффективной организации производственных процессов. В целях повышения конкурентоспособности такие компании стремятся локализовать производство в регионах с более низкими издержками, что и формирует основу для прямых иностранных инвестиций, направленных в производственный сектор, инфраструктуру и сферу услуг. Как отмечает С.Л. Сазанова, исторически сложившиеся восточная, западноевропейская и российская модели инвестиционной деятельности демонстрируют различия в акторах, целях и источниках финансирования (Сазанова, 2024). В литературе выделяется несколько основных типов прямых иностранных инвестиций в зависимости от их целевых ориентиров.

1. *Доходность.* Основной целью является получение повышенной нормы прибыли с учетом уровня риска. Помимо процентных ставок и ин-

² Теории наделенности факторами, ключевой из которых является теория Хекшера–Олина, объясняют, что международная торговля возникает из разницы в соотношении факторов производства (труд, капитал, земля) между странами. Согласно этой теории, страны экспортируют товары, для производства которых они обладают избыточными, а значит, относительно более дешевыми факторами, и импортируют товары, производство которых требует дефицитных в стране факторов.

фляции, значимыми показателями выступают темпы экономического роста (Nantharath, Kang, 2019), волатильность валютного курса и уровень его реального значения (Qamruzzaman, Karim, Wei, 2019). Схожие выводы содержатся в работах Дж. Даннинга и С. Ландана (например, Dunning, Lundan, 2008).

2. *Объем рынка.* Ключевым фактором выступает размер рынка принимающей страны, определяющий решение о переносе или расширении производства (Morrissey, Rai, 1995; Wang, Swain, 1995). Согласно теории открытой экономики, вертикальные инвестиции связаны с сокращением торговых и транспортных издержек, тогда как горизонтальные инвестиции обусловлены стремлением преодолеть барьеры внешней торговли (Markusen, 1984).

3. *Макроэкономическая стабильность.* Низкая инфляция и предсказуемая макроэкономическая среда формируют для инвестора ощущение защищенности вложений (Wint, William, 2002; Glaister, Atanasova, 1998). Высокие темпы инфляции, напротив, снижают привлекательность реального сектора экономики (Hess, 2000).

4. *Ресурсно-ориентированные прямые инвестиции.* Они предполагают вложения, нацеленные не только на использование природных ресурсов, но и на привлечение технологического потенциала, квалифицированных инженерных кадров и, прежде всего, — человеческого капитала (Walsh, Yu, 2010).

5. *Снижение издержек.* Этот показатель характеризуют направленность государства с относительно низкими операционными затратами и развитой инфраструктурой, что обеспечивает благоприятные условия для деятельности компаний (Mengistu, Adhikary, 2011).

Таким образом, представленная классификация позволяет учитывать специфику целей инвесторов и их стратегических приоритетов. Вместе с тем настоящее исследование фокусируется на анализе факторов движения капитала в рамках интеграционных формирований, в частности Евразийского экономического союза. При этом особый интерес представляют сопоставления с опытом других региональных структур, — таких, как ASEAN³ и MERCOSUR⁴, где данная проблематика получила более широкое освещение.

³ Ассоциация государств Юго-Восточной Азии — региональная межправительственная организация, основанная 8 августа 1967 г., объединяющая 10 стран Юго-Восточной Азии: Бруней-Даруссалам, Вьетнам, Индонезия, Камбоджа, Лаос, Малайзия, Мьянма, Сингапур, Таиланд и Филиппины.

⁴ Южноамериканский общий рынок — межгосударственное экономическое и политическое объединение стран Южной Америки, основанное на Асунсьонском договоре

Детерминанты притока прямых иностранных инвестиций целесообразно разделить на три ключевых группы: политические, экономические и институциональные. При этом их воздействие нельзя рассматривать как универсальное, поскольку оно существенно различается в зависимости от региональных условий. Так, исследования, проведенные в отношении стран Субсахарской Африки (SSA), показали, что решающими факторами здесь являются развитая инфраструктура и высокий уровень нормы прибыли. Открытость внешней торговли также положительно влияет на инвестиционные потоки, однако ее предельный эффект в данном регионе ниже по сравнению с другими развивающимися экономиками (Adesoye, Maku, Atanda, 2012). Следовательно, даже при наличии благоприятных условий, открытость не всегда становится доминирующим фактором для притока инвестиций.

Вместе с тем результаты, полученные в исследованиях других регионов, демонстрируют определенные сходства и различия. Так, У. Мина (Mina, 2007), анализируя движение прямых иностранных инвестиций в шести странах Совета сотрудничества арабских государств Персидского залива (GCC)⁵ в 1980–2002 гг., пришел к выводу, что сырьевая ориентация экономики ограничивает инвестиционные потоки, тогда как институциональные реформы, рост открытости и развитие инфраструктуры, напротив, способствуют их увеличению. К. Мамаду (Mamadou, 2002), исследуя интеграционные объединения ASEAN и MERCOSUR в 1980–1998 гг., показал, что в странах ASEAN ключевым фактором является валютный курс, тогда как в MERCOSUR решающую роль играют не только валютная динамика, но и масштабы внутреннего рынка. Тем самым подтверждается тезис о различной структуре значимости факторов в зависимости от институциональной среды и уровня развития региона. Дополняют этот вывод результаты исследования А. Масрона и Х. Абдуллы (Masron,

Abdullah, 2010), анализировавших динамику притока прямых иностранных инвестиций в странах ASEAN в 1996–2008 гг. Их исследование выявило положительное влияние таких параметров, как размер внутреннего рынка, качество человеческого капитала и степень открытости экономики, что подчеркивает многофакторный характер инвестиционной привлекательности региона. По словам А.В. Кузнецова, даже при наличии международных стандартов (ОЭСР, МВФ), статистика российских прямых иностранных инвестиций остается фрагментарной и часто искажает реальное распределение капиталовложений, что осложняет корректный анализ инвестиционных потоков (Кузнецов, 2018).

Вместе с тем, несмотря на наличие широкого круга исследований по различным интеграционным образованиям, факторы движения капитала в условиях санкционного давления на страны ЕАЭС до настоящего времени слабо изучены. Настоящая работа до некоторой степени восполняет данный пробел и продолжает развитие как зарубежных, так и отечественных исследований в этой области.

МЕТОДОЛОГИЯ

В рамках данного исследования анализируется панельный структурированный набор данных (датасет), сформированный по пяти государствам — участникам Евразийского экономического союза: Российской Федерации, Казахстану, Беларуси, Армении и Кыргызстану. В качестве зависимой переменной рассматривается показатель притока прямых иностранных инвестиций, выраженный в миллионах долларов США и рассчитанный для каждой страны за период с 2010 по 2022 г. В табл. 1 представлен перечень используемых переменных, а также их содержательная интерпретация.

Базовое уравнение модели потоков капитала имеет следующий вид:

$$\begin{aligned}
 FDI_in_Y = & f(average_wage(i, t - 1) + \\
 & + corruption(i, t - 1) + GDP(i, t - 1) + \\
 & + productivity(i, t - 1) + labor_freedom(i, t - 1) + \\
 & + exchange(i, t - 1) + inflation(i, t - 1) + \\
 & + World_GDP(i, t - 1) + openness(i, t - 1) + \\
 & + finance(i, t - 1) + political_stability(i, t - 1) + \\
 & + interest(i, t - 1)).
 \end{aligned}$$

В модели используется панельная структура данных, где индекс i обозначает страну, а индекс t — период времени. В модели объясняющие переменные используются с однолетним лагом относительно анализируемого периода. Применение такой процедуры способствует минимизации проблемы

1991 г. Его основная цель — создание общего рынка, способствующего экономическому росту и укреплению связей между странами-участниками. Полными членами являются Аргентина, Бразилия, Парагвай, Уругвай и Венесуэла (членство приостановлено), а такие страны, как Чили, Колумбия, Перу и Эквадор, имеют статус ассоциированных членов.

⁵ Совет сотрудничества арабских государств Персидского залива (ССАГПЗ), или GCC (англ. Gulf Cooperation Council), — региональная организация, основанная в 1981 г. шестью арабскими монархиями: Бахрейном, Кувейтом, Оманом, Катаром, Саудовской Аравией и Объединёнными Арабскими Эмиратами. Его основная цель — развитие экономического и политического сотрудничества между странами-членами.

Таблица 1. Переменные для оценки факторов, влияющих на прямые иностранные инвестиции в ЕАЭС

Название	Интерпретация
Зависимые переменные	
<i>FDI_in_Y</i>	Приток ПИИ, млн долл.
<i>FDI_out_Y</i>	Отток ПИИ, млн долл.
Регрессоры	
<i>GDP</i>	ВВП, млн долл.
<i>openness</i>	Товарооборот в ВВП, %
<i>average_wage</i>	Средняя почасовая заработная плата, долл.
<i>labor_freedom</i>	Индекс свободы труда, 0 (min) – 100 (max)
<i>productivity</i>	ВВП на единицу трудоспособного населения, млн долл.
<i>inflation</i>	Инфляция г./г., п.п.
<i>political_stability</i>	Индекс политической стабильности Всемирного Банка, –2,5 (мин) – +2,5 (макс)
<i>exchange</i>	Среднегодовой обменный курс, 1 долл. США к тенге
<i>interest</i>	Реальная процентная ставка, % пункт
<i>finance</i>	Внутренний кредит, предоставляемый банками, % ВВП
<i>corruption</i>	Индекс контроля над коррупцией Всемирного Банка, процентильный ранг

эндогенности и учитывает предположение о временном лаге при формировании решений инвесторов.

Предполагается, что иностранные компании основывают свои инвестиционные стратегии на макроэкономических показателях, зафиксированных в предшествующем году (Iwasaki, Suganuma, 2005). Одним из ключевых факторов, определяющих приток прямых иностранных инвестиций, выступает масштаб внутреннего рынка (GDP), отражающий совокупное состояние экономики и потенциальный спрос. Значительные размеры рынка повышают привлекательность страны для иностранных компаний, предоставляя им возможность извлекать выгоду от реализации продукции на национальном рынке. Значимость фактора размера рынка, определяющего приток прямых иностранных инвестиций, неоднократно подтверждалась в эмпирических исследованиях (Asiedu, 2006; Blonigen et al., 2007; Hattari, Rajan, Thangavelu, 2008; Wahid, Sawkut, Seetanah, 2009; Poelhekke, Van Der Ploeg, 2009; Garretsen, Peeters, 2009; Mottaleb, Kalirajan, 2010; Masron, Abdullah, 2010). В рамках данного исследования данный показатель отражается в объеме ВВП (в миллионах долларов США) и его логарифмическом преобразовании. Дополнительно в модель включен регрессор *World_GDP*, характеризующий общее состояние и масштаб мировой экономики, также выраженный как в абсолютных значениях (млн долл.), так и в натуральных логарифмах. Важным детерминантом является показатель открытости экономики (*openness*), демонстрирующий уро-

вень интеграции стран ЕАЭС в мировую торговлю. Более высокий уровень открытости повышает инвестиционную привлекательность и стимулирует как экспортную деятельность, так и процессы реэкспорта. Согласно Л. Ндикуману и Дж. Бойсу (Ndikumana, Woese, 2008), степень открытости напрямую положительно влияет на объемы прямых иностранных инвестиций. В настоящем исследовании данный показатель рассчитывается как отношение суммы экспорта и импорта к ВВП (%), и предполагается его положительная корреляция с притоком иностранных вложений.

Значимую роль играет уровень заработной платы (*average_wage*), непосредственно влияющий на эффективность производственного процесса и рентабельность инвестиций. Сравнительно низкая стоимость рабочей силы в странах ЕАЭС может рассматриваться иностранными инвесторами как фактор конкурентного преимущества при размещении производств, ориентированных на экспорт и реэкспорт. Группа авторов (Noorbakhsh, Paloni, Youssef, 2001) показывает, что данный показатель является важным условием привлечения прямых иностранных инвестиций. В анализе применяются абсолютные значения почасовой оплаты труда в промышленном секторе (долл.) и их логарифмы. Среди институциональных показателей значимое место занимает индекс свободы труда (*labor_freedom*), выступающий количественным показателем, отражающим институциональные особенности регулирования трудовых отношений. Он учитывает нормы трудового законодательства, уровень гибкости занятости и степень защищенности прав работников. Значения индекса публикуются аналитическим центром «The Heritage Foundation» и варьируют в диапазоне от 0 (наихудший результат) до 100 (наилучший). Ряд исследований свидетельствует о положительной взаимосвязи между уровнем развития человеческого капитала и объемами притока прямых иностранных инвестиций (Wahid, Sawkut, Seetanah, 2009). Производительность труда (*productivity*) также выступает важным фактором, особенно в развитых странах, включая государства «Большой семерки».

В качестве показателя используется величина ВВП на одного занятого в экономике (в миллионах долларов США), а также ее логарифмическая форма. Существенное значение в анализе факторов движения капитала имеет показатель политической стабильности (*political_stability*), характеризующий институциональное качество национальной среды. Он отражает уровень политических рисков, степень развития государственных институтов и в целом — инвестиционную привлекательность страны. Как показывают результаты исследования Ф. Али с соавторами (Ali, Fiess, MacDonald, 2010), политическая

стабильность заметно влияет на масштабы притока прямых иностранных инвестиций как в промышленный сектор, так и в сферу услуг. В настоящем исследовании используется показатель Всемирного банка, принимающий значения в диапазоне от $-2,5$ до $+2,5$. Не менее важным фактором является обменный курс (*exchange*), который служит индикатором торговой конкурентоспособности страны. Теоретически ослабление национальной валюты по отношению к доллару США повышает привлекательность продукции экспортного назначения, что в свою очередь стимулирует рост притока прямых иностранных инвестиций. Результаты исследования К. Мамаду (Mamadou, 2002) подтверждают существование положительной корреляции между валютным курсом и инвестиционными потоками в странах ASEAN. В настоящей работе используется показатель официального обменного курса валют государств ЕАЭС к доллару США, а также его логарифмированное значение. Уровень коррупции (*corruption*) оцениваемый по индексу контроля коррупции Всемирного банка (в перцентильном ранге) показывает, что низкий уровень коррупции способствует росту инвестиций.

Инфляция (*inflation*) выступает показателем макроэкономической нестабильности. Высокие темпы инфляции негативно сказываются на инвестиционной активности, что подтверждено в исследовании Т. Кинда (Kinda, 2008). Для анализа используется индекс потребительских цен. Н. Дутта и С. Рой (Dutta, Roy, 2011) показали, что влияние финансового развития на приток прямых иностранных инвестиций имеет двоякий характер: на начальных этапах оно дает положительный результат, однако при достижении определенного порогового уровня наблюдается обратная зависимость. В рамках настоящего исследования данный показатель определяется как отношение объемов внутреннего кредита, предоставленного банковским сектором, к ВВП (%). Процентная ставка (*interest*) отражает стоимость денег и является ключевым макроэкономическим фактором, влияющим на инвестиционное поведение. Низкие процентные ставки стимулируют инвестиционную активность, тогда как высокие — напротив, снижают ее. Взаимосвязь между уровнем процентных ставок и притоком инвестиций подтверждена в исследованиях К. Кулема (Culem, 1988), Ф. Бира и С. Кори (Beer, Cory, 1996), И. Цевис и Б. Камурдан (Çevis, Çamurdan, 2007), а также А. Менгисту и Б. Адхикари (Mengistu, Adhikary, 2011), которые установили, что низкие ставки в странах «Большой семерки» способствуют оттоку капитала в развивающиеся экономики Азии.

Финансовое развитие (*finance*) характеризуется доступностью кредитных ресурсов и способностью национальной финансовой системы поддер-

живать инвестиционную активность. Исследования Н. Дутты и С. Роя (Dutta, Roy, 2011) показали, что воздействие уровня финансового развития на приток прямых иностранных инвестиций имеет неоднозначный характер: на начальных этапах наблюдается положительный эффект, однако по мере достижения определенного порогового значения его влияние становится противоположным. В рамках настоящего анализа данный фактор оценивается через показатель внутреннего кредита, предоставленного банковским сектором, выраженный в процентах к ВВП.

Значимым фактором, определяющим торговую конкурентоспособность государства, является обменный курс (*exchange*). Теоретические подходы предполагают, что снижение стоимости национальной валюты по отношению к доллару США повышает привлекательность экспортно-ориентированных производств и тем самым способствует росту притока прямых иностранных инвестиций. Эмпирическое подтверждение данной зависимости было получено в исследовании К. Мамаду (Mamadou, 2002) — он выявил положительную корреляцию между валютным курсом и инвестиционными потоками в странах ASEAN. В рамках настоящего анализа применяется показатель официального курса валют стран ЕАЭС по отношению к доллару США, а также его логарифмированная форма.

ЭМПИРИЧЕСКАЯ МОДЕЛЬ

Для построения эмпирической модели использован панельный массив данных, сформированный на основе статистических показателей стран выборки. Для учета панельной структуры сопоставлены три регрессионные спецификации: 1) объединенная OLS-модель без индивидуальных эффектов (*Pooled OLS*); 2) модель фиксированных эффектов (*fixed effects, FE*); 3) модель случайных эффектов (*random effects, RE*), позволяющие отразить ненаблюдаемую межстрановую гетерогенность. В спецификацию включены бинарные показатели и непрерывные переменные. Обработка и статистическая проверка гипотез осуществлялись в программном комплексе Stata.

Приток капитала

Прежде чем приступить к построению регрессионной модели, необходимо провести анализ взаимосвязей между включенными в исследование показателями. Для этого рассчитывается корреляционная матрица переменных, что позволяет выявить степень линейной зависимости между ними и предварительно оценить возможные проблемы мультиколлинеарности. Результаты представлены в табл. 2.

Таблица 2. Корреляционная матрица переменных, используемых для анализа притока прямых иностранных инвестиций

	<i>FDI_in_Y</i>	<i>GDP</i>	<i>World_GDP</i>	<i>openness</i>	<i>average_wage</i>	<i>labor_freedom</i>	<i>productivity</i>	<i>inflation</i>	<i>political_stability</i>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>FDI_in_Y</i>	1,0000								
<i>GDP</i>	0,2217	1,0000							
<i>World_GDP</i>	-0,0907	0,1028	1,0000						
<i>openness</i>	0,0029	-0,0281	0,0569	1,0000					
<i>average_wage</i>	-0,3555	0,0107	0,1816	0,0921	1,0000				
<i>labor_freedom</i>	0,0027	-0,0098	-0,2244	-0,0590	0,0401	1,0000			
<i>productivity</i>	0,2075	0,1686	-0,3124	0,3289	-0,0259	0,0325	1,0000		
<i>inflation</i>	-0,0634	-0,0109	0,0669	0,5748	0,1164	-0,0997	0,0481	1,0000	
<i>political_stability</i>	0,1068	0,0511	-0,2751	0,1401	-0,1503	-0,0964	0,2923	-0,0347	1,0000
<i>exchange</i>	0,0705	0,0278	-0,0750	-0,3726	-0,0148	0,0216	-0,0018	-0,5502	-0,0528
<i>interest</i>	-0,0466	-0,1567	-0,0944	-0,5254	-0,0921	-0,0998	-0,2488	-0,7022	0,0438
<i>finance</i>	-0,0521	-0,0579	-0,1420	-0,4041	0,0654	0,1815	-0,4110	-0,3259	-0,2518
<i>corruption</i>	-0,0252	0,0137	-0,3914	0,0240	-0,1015	0,2831	0,3245	-0,1107	0,2706
<i>GDP_LN</i>	0,0343	0,6166	0,0466	0,1459	0,3696	-0,1399	0,5392	0,0545	0,0495
<i>World_GDP_LN</i>	-0,0618	0,0910	0,9920	0,0564	0,1501	-0,1737	-0,3082	0,0441	-0,2697
<i>average_wage_LN</i>	-0,2563	0,0143	0,0988	0,0794	0,9198	0,0433	0,0834	0,1188	-0,1203
<i>productivity_LN</i>	0,0780	0,1000	-0,3439	0,1941	0,0170	0,0420	0,8420	0,0577	0,1859
<i>exchange_LN</i>	0,0748	0,4500	0,1336	-0,1573	0,1193	-0,0633	0,2917	-0,3588	-0,0489

Окончание табл. 2

	<i>exchange</i>	<i>interest</i>	<i>finance</i>	<i>corruption</i>	<i>GDP_LN</i>	<i>World_GDP_LN</i>	<i>average_wage_LN</i>	<i>productivity_LN</i>	<i>exchange_LN</i>
1	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<i>FDI_in_Y</i>									
<i>GDP</i>									
<i>World_GDP</i>									
<i>openness</i>									
<i>average_wage</i>									
<i>labor_freedom</i>									
<i>productivity</i>									
<i>inflation</i>									
<i>political_stability</i>									
<i>exchange</i>	1,0000								
<i>interest</i>	0,3785	1,0000							
<i>finance</i>	0,2101	0,3956	1,0000						
<i>corruption</i>	-0,0665	0,0043	0,0556	1,0000					
<i>GDP_LN</i>	0,0625	-0,2104	-0,3111	0,3385	1,0000				
<i>World_GDP_LN</i>	0,0573	-0,0825	0,1592	-0,3949	0,0134	1,0000			
<i>average_wage_LN</i>	0,0094	-0,0381	0,0729	0,2261	0,4841	-0,3346	1,0000		
<i>productivity_LN</i>	0,0169	-0,2246	-0,3362	0,2261	0,4841	-0,3346	0,0708	1,0000	
<i>exchange_LN</i>	0,6480	0,0973	-0,0008	-0,0173	0,5806	0,1059	0,1540	0,2998	1,0000

Рассчитано авторами.

Анализ корреляционной матрицы позволяет сделать несколько предварительных выводов: на первом этапе анализа необходимо оценить степень статистической взаимосвязи между зависимой переменной (*FDI_in_Y*) и включенными в модель объясняющими факторами. Полученные результаты свидетельствуют об отсутствии выраженных положительных или отрицательных корреляционных зависимостей. Следующим шагом является выявление потенциальной проблемы мультиколлинеарности, способной повлиять на корректность

и устойчивость параметров регрессионной модели. Так, например, между показателями *openness* и *inflation* выявлена высокая степень корреляционной связи, что может повлиять на корректность оценок коэффициентов. Исходная спецификация модели сквозного типа представлена в табл. 3.

Для устранения проблемы мультиколлинеарности из модели были исключены переменные, характеризующиеся высокой степенью корреляции. Далее проведено сравнение трех спецификаций регрессионной модели.

Таблица 3. Оценка значимых факторов притока прямых иностранных инвестиций

<i>FDI in Y</i>	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
<i>GDP</i>	0,0204684	0,0223659	0,92	0,365	-0,0246678	0,0656046
<i>World_GDP</i>	-0,0074179	0,0052691	-1,41	0,167	-0,0180513	0,0032156
<i>openness</i>	-53,5055	268,6909	-0,20	0,843	-595,7456	488,7346
<i>average_wage</i>	-19657,81	15084,19	-1,30	0,200	-50098,94	10783,31
<i>labor_freedom</i>	-187,6007	351,9912	-0,53	0,597	-897,9477	522,7462
<i>productivity</i>	6,062424	4,530036	1,34	0,188	-3,079559	15,20441
<i>inflation</i>	-82,58	450,3728	-0,18	0,855	-991,469	826,309
<i>political_stability</i>	1267,059	9328,931	0,14	0,893	-17559,49	20093,6
<i>exchange</i>	14260,74	16893,88	0,84	0,403	-19832,5	48353,97
<i>interest</i>	-395,1573	441,6586	-0,89	0,376	-1286,461	496,1459
<i>finance</i>	257,233	469,2359	0,55	0,586	-689,7233	1204,189
<i>corruption</i>	-665,9555	531,267	-1,25	0,217	-1738,096	406,1847
<i>GDP_LN</i>	10196,86	33933,95	0,30	0,765	-58284,62	78678,35
<i>World_GDP_LN</i>	625103,9	457877,3	1,37	0,179	-298929,9	1549138
<i>average_wage_LN</i>	38413,02	53229,69	0,72	0,475	-69008,85	145834,9
<i>productivity_LN</i>	-151180,3	121880	-1,24	0,222	-397144	94783,42
<i>exchange_LN</i>	-14368,33	30434,72	-0,47	0,639	-75788,07	47051,42
<i>_cons</i>	7317,261	4886,782	1,50	0,142	-2544,665	17179,19

Рассчитано авторами.

Таблица 4. Модель притока прямых иностранных инвестиций (RE, скорректированная)

Random-effects GLS regression
 Group variable: c
 R-sq:
 within = 0,1151
 between = 0,9453
 overall = 0,1772

Number of obs = 60
 Number of groups = 5
 Obs per group:
 min = 12
 avg = 12.0
 max = 12

Wald chi2(2) = 12,28
 Prob > chi2 = 0,0022

corr(u_i, X) = 0 (assumed)

<i>FDI in Y</i>	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]	
<i>GDP</i>	0,0245694	0,0130869	1,88	0,060	-0,0010804	0,0502191
<i>average_wage</i>	-12310,61	4133,146	-2,98	0,003	-20411,42	-4209,79
<i>_cons</i>	7635,484	1923,092	3,97	0,000	3866,292	11404,68
<i>sigma_u</i>	0					
<i>sigma_e</i>	12370,523					
<i>rho</i>	0	(fraction of variance due to u_i)				

Рассчитано авторами.

Сквозная модель МНК (Pooled OLS). На этапе базовой оценки ни один из включенных регрессоров не достиг порога статистической значимости на уровне 10%. Тем не менее, ряд факторов демонстрирует тенденцию к приближению к указанному уровню: в частности, *average_wage*, *corruption*, *World_GDP* и *productivity*, а также их логарифмические преобразования — *productivity_LN* и *World_GDP_LN*. Для повышения точности оценок коэффициентов был применен метод пошагового МНК. В этом случае переменная *average_wage* оказалась значимой на уровне 1%, а *GDP* — на уровне 10%. Значение p-value для F-теста на общую значимость регрессии составило менее 1%, что позволило отвергнуть нулевую гипотезу об отсутствии значимости модели в целом.

Проведенное сопоставление трех спецификаций первой регрессии с использованием теста Бройша–Пагана показало, что наилучшей является модель со случайными эффектами (random effects, RE), результаты которой приведены в табл. 4. Дополнительная проверка с применением коэффициента вздутия дисперсии (коэффициент инфляции дисперсии, variance inflation factor, VIF)⁶ не выя-

⁶ Метрика показывает, насколько сильно увеличен разброс (дисперсия) коэффициента регрессии из-за линейной зависимости между ним и другими предикторами в модели. Используется для диагностики мультиколлинеарности — сильной взаимосвязи между объясняющими переменными. Значения VIF выше 4 или 10 обычно указывают на проблему, требующие коррекции.

вила проблемы мультиколлинеарности, что подтверждает корректность выбранной спецификации и устойчивость полученных оценок.

Результаты оценки коэффициентов в модели со случайными эффектами (RE) свидетельствуют о том, что экономический рост положительно влияет на динамику привлечения прямых иностранных инвестиций, подтверждая исходную гипотезу исследования. Одновременно выявлена обратная корреляция между уровнем заработной платы и объемами прямых иностранных инвестиций:

снижение издержек на рабочую силу формирует дополнительное конкурентное преимущество, что способствует росту инвестиционной привлекательности национальных экономик.

Отток капитала

Анализ корреляционной матрицы (табл. 5) показывает, что выраженных положительных или отрицательных корреляционных связей между зависимой и объясняющими переменными не наблюдается. Тем не менее, данный результат не исключает

Таблица 5. Корреляционная матрица переменных для оценки оттока прямых иностранных инвестиций

	<i>FDI_in_Y</i>	<i>GDP</i>	<i>World_GDP</i>	<i>openness</i>	<i>average_wage</i>	<i>labor_freedom</i>	<i>productivity</i>	<i>inflation</i>	<i>political_stability</i>
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
<i>FDI_in_Y</i>	1,0000								
<i>GDP</i>	0,2577	1,0000							
<i>World_GDP</i>	-0,0973	0,1028	1,0000						
<i>openness</i>	0,0051	-0,0281	0,0569	1,0000					
<i>average_wage</i>	-0,3102	0,0107	0,1816	0,0921	1,0000				
<i>labor_freedom</i>	0,0549	-0,0098	-0,2244	-0,0590	0,0401	1,0000			
<i>productivity</i>	0,1692	0,1686	-0,3124	0,3289	-0,0259	0,0325	1,0000		
<i>inflation</i>	-0,0060	-0,0109	0,0669	0,5748	0,1164	-0,0997	0,0481	1,0000	
<i>political_stability</i>	0,0862	0,0511	-0,2751	0,1401	-0,1503	-0,0964	0,2923	-0,0347	1,0000
<i>exchange</i>	0,0948	0,0278	-0,0750	-0,3726	-0,0148	0,0216	-0,0018	-0,5502	-0,0528
<i>interest</i>	-0,0872	-0,1567	-0,0944	-0,5254	-0,0921	-0,0998	-0,2488	-0,7022	0,0438
<i>finance</i>	-0,0625	-0,0579	-0,1420	-0,4041	0,0654	0,1815	-0,4110	-0,3259	-0,2518
<i>corruption</i>	-0,0308	0,0137	-0,3914	0,0240	-0,1015	0,2831	0,3245	-0,1107	0,2706
<i>GDP_LN</i>	0,0531	0,6166	0,0466	0,1459	0,3696	-0,1399	0,5392	0,0545	0,0495
<i>World_GDP_LN</i>	-0,0880	0,0910	0,9920	0,0564	0,1501	-0,1737	-0,3082	0,0441	-0,2697
<i>average_wage_LN</i>	-0,2160	0,0143	0,0988	0,0794	0,9198	0,0433	0,0834	0,1188	-0,1203
<i>productivity_LN</i>	0,0020	0,1000	-0,3439	0,1941	0,0170	0,0420	0,8420	0,0577	0,1859
<i>exchange_LN</i>	0,0584	0,4500	0,1336	-0,1573	0,1193	-0,0633	0,2917	-0,3588	-0,0489

Окончание табл. 5

	<i>exchange</i>	<i>interest</i>	<i>finance</i>	<i>corruption</i>	<i>GDP_LN</i>	<i>World_GDP_LN</i>	<i>average_wage_LN</i>	<i>productivity_LN</i>	<i>exchange_LN</i>
1	11	12	13	14	15	16	17	18	19
<i>FDI_in_Y</i>									
<i>GDP</i>									
<i>World_GDP</i>									
<i>openness</i>									
<i>average_wage</i>									
<i>labor_freedom</i>									
<i>productivity</i>									
<i>inflation</i>									
<i>political_stability</i>									
<i>exchange</i>	1,0000								
<i>interest</i>	0,3785	1,0000							
<i>finance</i>	0,2101	0,3956	1,0000						
<i>corruption</i>	-0,0665	0,0043	0,0556	1,0000					
<i>GDP_LN</i>	0,0625	-0,2104	-0,3111	0,3385	1,0000				
<i>World_GDP_LN</i>	0,0573	-0,0825	0,1592	-0,3949	0,0134	1,0000			
<i>average_wage_LN</i>	0,0094	-0,0381	0,0729	0,2261	0,4841	-0,3346	1,0000		
<i>productivity_LN</i>	0,0169	-0,2246	-0,3362	0,2261	0,4841	-0,3346	0,0708	1,0000	
<i>exchange_LN</i>	0,6480	0,0973	-0,0008	-0,0173	0,5806	0,1059	0,1540	0,2998	1,0000

Рассчитано авторами.

ет возможности выявления статистически значимых факторов в рамках регрессионной модели.

Сквозная модель (табл. 6). В исходной спецификации наибольшую близость к статистической значимости продемонстрировали коэффициенты при переменных *GDP*, *average_wage*, *productivity*, *exchange*, *corruption* и *productivity_LN*. Для повышения точности оценок была использована пошаговая процедура МНК, предполагающая поэтапное исключение наименее значимых предикторов. На первом этапе из модели исключена переменная *inflation* (p -value = 0,957) — как обладающая наименьшей объяснительной силой.

Итоговые результаты пошаговой процедуры МНК показали, что переменная *average_wage* сохраняет статистическую значимость на уровне 5%,

тогда как остальные предикторы значимы на уровне 10%. При этом значение p -value для F -теста общей значимости модели оказалось ниже 1%, что позволило отвергнуть нулевую гипотезу о незначимости регрессии и подтвердить ее состоятельность в целом.

Проверка спецификации модели с использованием теста Бройша–Пагана не дала оснований для отклонения нулевой гипотезы об отсутствии случайных эффектов. Схожие результаты были получены и при проведении теста Хаусмана, который, аналогично первой модели, не подтвердил наличие индивидуальных случайных эффектов (табл. 7). На основании этих результатов оптимальной спецификацией второй модели является сквозная модель (*Pooled OLS*). Интерпретация коэффициентов

Таблица 6. Оценка значимых факторов оттока прямых иностранных инвестиций

<i>FDI_out_Y</i>	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
<i>GDP</i>	0,0303306	0,0272019	1,12	0,271	-0,0245651	0,0852263
<i>World_GDP</i>	-0,0018091	0,0064084	-0,28	0,779	-0,0147417	0,0111235
<i>openness</i>	-59,05153	326,7877	-0,18	0,857	-718,5359	600,4328
<i>average_wage</i>	-28204,47	18345,72	-1,54	0,132	-65227,63	8818,699
<i>labor_freedom</i>	145,0258	428,0994	0,34	0,736	-718,9139	1008,965
<i>productivity</i>	7,959777	5,50953	1,44	0,156	-3,158904	19,07846
<i>inflation</i>	-29,6829	547,7533	-0,05	0,957	-1135,094	1075,728
<i>political_stability</i>	1716,461	11346,05	0,15	0,880	-21180,8	24613,72
<i>exchange</i>	27163,51	20546,71	1,32	0,193	-14301,43	68628,46
<i>interest</i>	-486,889	537,155	-0,91	0,370	-1570,912	597,1336
<i>finance</i>	282,1751	570,695	0,49	0,624	-869,534	1433,884
<i>corruption</i>	-921,085	646,1386	-1,43	0,161	-2225,046	382,8755
<i>GDP_LN</i>	22829,86	41271,22	0,55	0,583	-60458,83	106118,6
<i>World_GDP_LN</i>	107665,2	556880,5	0,19	0,848	-1016165	1231495
<i>average_wage_LN</i>	60633,29	64739,12	0,94	0,354	-70015,54	191282,1
<i>productivity_LN</i>	-238955,5	148233,1	-1,61	0,114	-538102	60190,94
<i>exchange_LN</i>	-38097,29	37015,37	-1,03	0,309	-112797,3	36602,75
<i>cons</i>	7547,034	5943,412	1,27	0,211	-4447,258	19541,33

Рассчитано авторами.

Таблица 7. Скорректированная модель оттока прямых иностранных инвестиций (FE)

Fixed-effects (within) regression
 Group variable: Panel
 R-sq:
 within = 0,2214
 between = 0,2114
 overall = 0,1814
 corr(u_i, X_b) = 0,1289

Number of obs = 60
 Number of groups = 5
 Obs per group:
 min = 12
 avg = 12,0
 max = 12
 F(4,51) = 3,63
 Prob > F = 0,0112

<i>FDI_out_Y</i>	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]	
<i>GDP</i>	0,0130927	0,0107936	1,21	0,231	-0,0085763	0,0347618
<i>average_wage</i>	-5930,677	3378,502	-1,76	0,085	-12713,3	851,9493
<i>productivity</i>	7,375066	3,066175	2,41	0,020	1,219464	13,53067
<i>productivity_LN</i>	-133534,2	94556,42	-1,41	0,164	-323364,1	56295,77
<i>cons</i>	5640,678	1896,112	2,97	0,004	1834,074	9447,281

Рассчитано авторами.

второй модели позволяет подтвердить гипотезу об обратной зависимости между ростом производительности труда и динамикой притока прямых иностранных инвестиций: повышение уровня производительности труда способствует оттоку капитала.

РЕКОМЕНДАЦИИ ДЛЯ СТИМУЛИРОВАНИЯ ПРИТОКА ПРЯМЫХ ИНОСТРАННЫХ ИНВЕСТИЦИЙ В СТРАНЫ ЕАЭС

В долгосрочной перспективе стратегическим вектором развития ЕАЭС становится формирование рынка цифровых финансовых инструментов. Развитие цифровых валют центральных банков (central banks digital currency, CBDC) в сочетании с внедрением цифровых финансовых активов (ЦФА) формирует предпосылки для трансформации существующей архитектуры международных финансовых отношений. Эти инструменты не только упрощают механизмы взаимных расчетов и ускоряют проведение трансграничных операций, но также способны существенно снизить зависимость национальных экономик от политически детерминированных резервных валют, в частности доллара США (Харинов, Иванов, 2023). CBDC обеспечивают расчеты через взаимодействие протоколов блокчейна, что исключает необходимость корреспондентских счетов, тогда как ЦФА, функционирующие на основе распределенных реестров, обладают высокой степенью надежности, устойчивостью к санкциям и удобством использования. Их совместное применение открывает широкие перспективы для движения капитала, повышая прозрачность и справедливость мировой финансовой системы.

Наряду с этим, важное значение приобретает диверсификация внешнеэкономических связей и переориентация с западных рынков капитала на азиатские. Данный процесс соответствует стратегическим приоритетам крупнейших экономик Союза — России и Казахстана. В рамках этого направления предполагается расширение «первого контура интеграции» за счет вовлечения в ЕАЭС новых государств СНГ (например, Узбекистана, Азербайджана, Таджикистана), а также «второго контура», ориентированного на межрегиональное взаимодействие (Горбунова, Комаров, Белашенко, 2022). Уже заключен ряд соглашений о торгово-экономическом сотрудничестве с Вьетнамом, Сербией, Ираном и Сингапуром, а также начаты переговоры с ОАЭ и Индонезией. Дополнительными мерами являются расширение взаиморасчетов в национальных валютах, разработка и продвижение совместных инвестиционных проектов, а так-

же активизация деятельности институтов развития, включая Евразийский банк развития и банки стран Азии. Реализация этих шагов будет способствовать укреплению экономической и политической устойчивости Союза, а также обеспечит рост притока прямых иностранных инвестиций.

Наконец, фундаментальной предпосылкой для успешного функционирования интеграционного объединения выступает дальнейшее развитие внутренних финансовых механизмов. В числе первоочередных задач в сфере финансовой интеграции следует выделить гармонизацию национального банковского регулирования и функционирования финансовых рынков, обеспечение взаимного признания лицензий и кредитных рейтингов, формирование единого биржевого пространства, а также учреждение наднационального органа, ответственного за регулирование финансовой системы Союза. Завершение формирования единого финансового рынка, намеченное на 2025 г., должно сопровождаться усилением мер, направленных на защиту прав инвесторов, что особенно актуально для Кыргызской Республики, отстающей от других стран Союза по уровню привлечения прямых иностранных инвестиций.

Таким образом, развитие ЕАЭС в сфере движения капитала основывается на трех взаимосвязанных направлениях: укреплении внутренней финансовой интеграции, расширении межрегиональных связей с азиатскими странами и внедрении цифровых финансовых технологий. В совокупности эти меры создают потенциал для повышения инвестиционной привлекательности Союза и обеспечения устойчивого экономического роста.

ВЫВОДЫ

Снижение объемов взаимных инвестиций в рамках ЕАЭС во многом связано с ведущей ролью России в этих процессах и одновременным ослаблением ее экономики под влиянием западных санкций. Данная динамика сопровождается уменьшением чистых притоков иностранного капитала, включая прямые инвестиции в страны евразийской интеграции, что в значительной степени соотносится с сокращением их валового внутреннего продукта. Проведенный анализ факторов, влияющих на приток и отток прямых иностранных инвестиций в страны ЕАЭС, позволил выделить ключевые экономические переменные, определяющие инвестиционную привлекательность Союза.

Установлено, что приток прямых инвестиций в страны ЕАЭС определяется размером внутреннего рынка (ВВП), уровнем макроэкономической стабильности и низкими издержками на рабочую

силу. Экономический рост положительно влияет на инвестиционную активность, тогда как повышение заработной платы снижает привлекательность национальных экономик.

Для оттока капитала выявлена обратная зависимость от производительности труда: рост продуктивности сопровождается увеличением вывоза капитала, что отражает структурные дисбалансы и институциональные риски.

Эмпирический анализ показал, что в условиях санкционного давления и экономической фрагментации динамика ПИИ в ЕАЭС характеризуется высокой волатильностью: большинство стран региона фиксируют преобладание оттока над притоком, в то время как Россия после 2020 г. стала крупнейшим реципиентом инвестиций.

Полученные нами результаты подтверждают, что ключевые факторы притока и оттока инвестиций определены, а их динамика в условиях внешних ограничений описана. Это позволяет выработать практические рекомендации для углубления финансовой интеграции в рамках ЕАЭС, расширения сотрудничества с азиатскими странами и внедрения цифровых финансовых инструментов.

Рекомендуемые меры направлены на углубление финансовой интеграции стран ЕАЭС, а также расширение сотрудничества с азиатскими странами. Они могут способствовать значительному росту иностранных инвестиций и повышению экономической безопасности региона в долгосрочной перспективе.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

- Горбунова М.Л., Комаров И.Д., Белашенко Д.А. (2022). К вопросу о стратегии формирования трансрегионального интеграционного контура ЕАЭС // *Евразийская интеграция: экономика, право, политика*. № 4. С. 26–42. <https://doi.org/10.22394/2073-2929-2022-04-26-42>
- Кузнецов А.В. (2018) Методы оценки прямых российских инвестиций за рубежом // *Экономическая наука современной России*. № 4. С. 37–50.
- Сазанова С.Л. (2024) Сравнительный анализ восточной, западноевропейской и российской моделей инвестиционной деятельности // *Экономическая наука современной России*. № 1 (104). С. 22–34. [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-1\(104\)-22-34](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-1(104)-22-34)
- Статистический ежегодник Евразийского экономического союза (2024). М.: Евразийская экономическая комиссия. 430 с.
- Харинов С.В., Иванов В.В. (2023). Цифровые финансовые активы на рынке международного движения капитала // *Банковское дело*. № 8 (354). С. 6–15.
- Чистилин Д.К., Переход С.А. (2018). Государственное регулирование трансграничных потоков капитала в условиях санкционных ограничений: pro et contra // *Государственное управление*. Электронный вестник. № 69. С. 217–242.
- Adesoye A.B., Maku O.E., Atanda A.A. (2012). Capital flight and investment dynamics in nigeria: a time series analysis (1970–2006). MPRA Paper, no. 35836, pp. 1–46.
- Ali F.A., Fiess N., MacDonald R. (2010). Do institutions matter for foreign direct investment? *Open Economies Review*, no. 21 (2), pp. 201–219.
- Asiedu E. (2006). Foreign direct investment in Africa: the role of natural resources, market size, government policy, institutions and political instability. *The World Economy*, no. 29 (1), pp. 63–77.
- Beer F.M., Cory S.N. (1996). The locational determinants of US foreign direct investment in the European Union. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, no. 9 (2), pp. 43–53.
- Blonigen B.A., Davies R.B. et al. (2007). FDI in space: spatial autoregressive relationships in foreign direct investment. *European Economic Review*, no. 51 (5), pp. 1303–1325.
- Çevis İ., Çamurdan B. (2007). The economic determinants of foreign direct investment in developing countries and transition economies. *The Pakistan Development Review*, vol. 46, no. 3, pp. 285–299. DOI: <https://doi.org/10.30541/v46i3pp.285-299>
- Cuddington J.T. (1986). Capital flight: Estimates, issues, and explanations. Department of Economics, Princeton University, no. 58, pp. 1–37.
- Culem C.G. (1988). The locational determinants of direct investments among industrialized countries. *European Economic Review*, no. 32 (4), pp. 885–904.
- Dunning J.H., Lundan S.M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*; 2nd ed. Cheltenham (UK); Northampton (MA): Edward Elgar Publishing, 926 p.
- Dutta N., Roy S. (2011). Foreign direct investment, financial development and political risks. *The Journal of Developing Areas*, no. 44 (2), pp. 303–327.
- Erbe S. (1985). The flight of capital from developing countries. *Intereconomics*, no. 20 (6), pp. 268–275. URL: <http://dx.doi.org/10.1007/BF02925467>
- Garretsen H., Peeters J. (2009). FDI and the relevance of spatial linkages: do third-country effects matter for Dutch FDI? *Review of World Economics*, no. 145(2), pp. 319–338.
- Glaister K.W., Atanasova H. (1998). Foreign direct investment in Bulgaria: Patterns and prospects. *European Business Review*, no. 98(2), pp. 122–134.
- Hattari R., Rajan R.S., Thangavelu S. (2008). Understanding Intra-ASEAN FDI flows: trends and determinants and the role of China and India. Department of Economics. National University of Singapore. pp. 1–45. URL: https://www.researchgate.net/publication/228454244_Understanding_Intra-ASEAN_FDI_flows_Trends_and_determinants_and_the_role_of_China_and_India
- Hess R. (2000). Constraints on foreign direct investment. Jenkins C., Leape J., Thomas L. (Eds.). *Gaining from Trade*

- in Southern Africa. Complementary Policies to Underpin the SADC Free Trade Area. Macmillan / Commonwealth Secretariat, pp. 1–115.
- Hymer S.H. (1960). The international operations of national firms: A study of direct foreign investment. Cambridge: MIT Press, pp. 54–96.
- Iwasaki I., Suganuma K. (2005). Regional distribution of foreign direct investment in Russia. *Post-Communist Economics*, no. 17 (2), pp. 153–172.
- Kinda T. (2008). Infrastructure and private capital flows in developing countries. Munich. Personal RePEc Archive Paper, pp. 1–158.
- Mamadou C. (2002). Les Investissements Directs de l'étranger et l'intégration régionale: les exemples de l'ASEAN et du MERCOSUR. *Revue Tiers Monde*, no. 169, pp. 47–69.
- Markusen J.R. (1984). Multinationals, multi-plant economies and the gains from trade. *Journal of International Economics*, no. 16 (3-4), pp. 205–226.
- Masron A., Abdullah H. (2010). Institutional quality as a determinant for FDI inflows: evidence from ASEAN. *World Journal of Management*, no. 2 (3), pp. 115–128.
- Mengistu A.A., Adhikary B.K. (2011). Does good governance matter for FDI inflows? Evidence from Asian economies. *Asia Pacific Business Review*, no. 17 (3), pp. 281–299.
- Mina W. (2007). The location determinants of FDI in the GCC countries. *Journal of Multinational Financial Management*, no. 17 (4), pp. 336–348.
- Morrissey O., Rai Y. (1995). The GATT agreement on trade-related investment and their relationship with transactional corporations. *Journal of Development Studies*, no. 31 (4), pp. 702–724.
- Mottaleb K.A., Kalirajan K. (2010). Determinants of foreign direct investment in developing countries: a comparative analysis. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, no. 4 (4), pp. 369–404.
- Nantharath P., Kang E. (2019). The effects of foreign direct investment and economic absorptive capabilities on the economic growth of the Lao People's Democratic Republic. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, no. 6 (3), pp. 151–162. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019>.
- Ndikumana L., Boyce J.K. (2008). New estimates of capital flight from sub-Saharan African countries: Linkages with external borrowing and policy options. Amherst: University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, pp. 1–54.
- Noorbakhsh F., Paloni A., Youssef A. (2001). Human capital and FDI inflows to developing countries: New empirical evidence. *World Development*, no. 29 (9), pp. 1593–1610.
- Ohlin B. (1967). *Interregional and international trade*. Vol. 39. Cambridge (MA): Harvard University Press. 324 p.
- Poelhekke S., Van Der Ploeg F. (2009). Foreign direct investment and urban concentrations: unbundling spatial lags. *Journal of Regional Science*, no. 49 (4), pp. 749–775.
- Qamruzzaman M., Karim S., Wei J. (2019). Does asymmetric relation exist between exchange rate and foreign direct investment in Bangladesh? Evidence from nonlinear ARDL analysis. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, no. 6 (4), pp. 115–128. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no4.115>
- Wahid A.N., Sawkut R., Seetana B. (2009). Determinants of Foreign Direct Investments (FDI): Lessons from the African Economies. *Journal of Applied Business and Economics*, no. 9 (1), pp. 1–70.
- Walsh J.P., Yu J. (2010). Determinants of foreign direct investment: A sectoral and institutional approach. *IMF Working Paper*, no. 187, pp. 1–45.
- Wang Z.Q., Swain N.J. (1995). The determinants of foreign direct investment in transforming economies: Evidence from Hungary and China. *Weltwirtschaftliches Archiv*, no. 131 (2), pp. 359–382.
- Wint A.G., Williams D.A. (2002). Attracting FDI to developing countries: A changing role for government? *International Journal of Public Sector Management*, no. 15 (5), pp. 361–374.

REFERENCES

- Gorbunova M.L., Komarov I.D., Belashchenko D.A. (2022). On the issue of the strategy for the formation of the trans-regional integration contour of the EAEU. *EURASIAN INTEGRATION: Economics, Law, Politics*, no. 4, pp. 26–42. (In Russ.) <https://doi.org/10.22394/2073-2929-2022-04-26-42>
- Kuznetsov A.V. (2018) Evaluation methods of Russian direct investments abroad. *Economics of Contemporary Russia*, no. 4, pp. 37–50. (In Russ.)
- Sazanova S.L. (2024) Comparative analysis of Eastern and Western European investment activity models. *Economics of Contemporary Russia*, no. 1 (104), pp. 22–34. (In Russ.) [https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-1\(104\)-22-34](https://doi.org/10.33293/1609-1442-2024-1(104)-22-34)
- Statistical yearbook of the Eurasian Economic Union (2024). Moscow: Eurasian Economic Commission. 430 p. (In Russ.)
- Kharinov S.V., Ivanov V.V. (2023). Digital financial assets in the international capital movement market. *Banking Business*, no. 8 (354), pp. 6–15. (In Russ.)
- Chistilin D.K., Perekhod S.A. (2018). State regulation of international capital flows in conditions of sanctions restrictions: pro et contra. *Public Administration. E-journal (Russia)*, no. 69, pp. 217–242. (In Russ.)
- Adesoye A.B., Maku O.E., Atanda A.A. (2012). Capital flight and investment dynamics in Nigeria: a time series analysis (1970–2006). *MPRA Paper*, no. 35836, pp. 1–46.
- Ali F.A., Fiess N., MacDonald R. (2010). Do institutions matter for foreign direct investment? *Open Economies Review*, no. 21 (2), pp. 201–219.
- Asiedu E. (2006). Foreign direct investment in Africa: the role of natural resources, market size, government policy, institutions and political instability. *The World Economy*, no. 29 (1), pp. 63–77.
- Beer F.M., Cory S.N. (1996). The locational determinants of US foreign direct investment in the European Union. *Journal of Financial and Strategic Decisions*, no. 9 (2), pp. 43–53.

- Blonigen B.A., Davies R.B. et al. (2007). FDI in space: spatial autoregressive relationships in foreign direct investment. *European Economic Review*, no. 51 (5), pp. 1303–1325.
- Çevis İ., Çamurdan B. (2007). The economic determinants of foreign direct investment in developing countries and transition economies. *The Pakistan Development Review*, vol. 46, no. 3, pp. 285–299. <https://doi.org/10.30541/v46i-3pp.285-299>
- Cuddington J.T. (1986). Capital flight: Estimates, issues, and explanations. *Department of Economics, Princeton University*, no. 58, pp. 1–37.
- Culem C.G. (1988). The locational determinants of direct investments among industrialized countries. *European Economic Review*, no. 32 (4), pp. 885–904.
- Dunning J.H., Lundan S.M. (2008). *Multinational enterprises and the global economy*; 2nd ed. Cheltenham (UK); Northampton (MA): Edward Elgar Publishing, 926 p.
- Dutta N., Roy S. (2011). Foreign direct investment, financial development and political risks. *The Journal of Developing Areas*, no. 44 (2), pp. 303–327.
- Erbe S. (1985). The flight of capital from developing countries. *Intereconomics*, no. 20 (6), pp. 268–275. <http://dx.doi.org/10.1007/BF02925467>
- Garretsen H., Peeters J. (2009). FDI and the relevance of spatial linkages: do third-country effects matter for Dutch FDI? *Review of World Economics*, no. 145 (2), pp. 319–338.
- Glaister K.W., Atanasova H. (1998). Foreign direct investment in Bulgaria: Patterns and prospects. *European Business Review*, no. 98 (2), pp. 122–134.
- Hattari R., Rajan R.S., Thangavelu S. (2008). Understanding Intra-ASEAN FDI flows: trends and determinants and the role of China and India. Department of Economics. *National University of Singapore*. pp. 1–45. URL: https://www.researchgate.net/publication/228454244_Understanding_Intra-ASEAN_FDI_flows_Trends_and_determinants_and_the_role_of_China_and_India
- Hess R. (2000). Constraints on foreign direct investment. Jenkins C., Leape J., Thomas L. (Eds.). *Gaining from Trade in Southern Africa. Complementary Policies to Underpin the SADC Free Trade Area*. Macmillan / Commonwealth Secretariat, pp. 1–115.
- Hymer S.H. (1960). *The international operations of national firms: A study of direct foreign investment*. Cambridge: MIT Press, pp. 54–96.
- Iwasaki I., Suganuma K. (2005). Regional distribution of foreign direct investment in Russia. *Post-Communist Economies*, no. 17 (2), pp. 153–172.
- Kinda T. (2008). Infrastructure and private capital flows in developing countries. Munich. *Personal RePEc Archive Paper*, pp. 1–158.
- Mamadou C. (2002). Les Investissements Directs de l'étranger et l'intégration régionale: les exemples de l'ASEAN et du MERCOSUR. *Revue Tiers Monde*, no. 169, pp. 47–69.
- Markusen J.R. (1984). Multinationals, multi-plant economies and the gains from trade. *Journal of International Economics*, no. 16 (3-4), pp. 205–226.
- Masron A., Abdullah H. (2010). Institutional quality as a determinant for FDI inflows: evidence from ASEAN. *World Journal of Management*, no. 2 (3), pp. 115–128.
- Mengistu A.A., Adhikary B.K. (2011). Does good governance matter for FDI inflows? Evidence from Asian economies. *Asia Pacific Business Review*, no. 17 (3), pp. 281–299.
- Mina W. (2007). The location determinants of FDI in the GCC countries. *Journal of Multinational Financial Management*, no. 17 (4), pp. 336–348.
- Morrissey O., Rai Y. (1995). The GATT agreement on trade-related investment and their relationship with transactional corporations. *Journal of Development Studies*, no. 31 (4), pp. 702–724.
- Mottaleb K.A., Kalirajan K. (2010). Determinants of foreign direct investment in developing countries: a comparative analysis. *Margin: The Journal of Applied Economic Research*, no. 4 (4), pp. 369–404.
- Nantharath P., Kang E. (2019). The effects of foreign direct investment and economic absorptive capabilities on the economic growth of the Lao People's Democratic Republic. *Journal of Asian Finance, Economics, and Business*, no. 6 (3), pp. 151–162. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019>
- Ndikumana L., Boyce J.K. (2008). *New estimates of capital flight from sub-Saharan African countries: Linkages with external borrowing and policy options*. Amherst: University of Massachusetts, Political Economy Research Institute, pp. 1–54.
- Noorbakhsh F., Paloni A., Youssef A. (2001). Human capital and FDI inflows to developing countries: New empirical evidence. *World Development*, no. 29 (9), pp. 1593–1610.
- Ohlin B. (1967). *Interregional and international trade*. Vol. 39. Cambridge (MA): Harvard University Press. 324 p.
- Poelhekke S., Van Der Ploeg F. (2009). Foreign direct investment and urban concentrations: unbundling spatial lags. *Journal of Regional Science*, no. 49 (4), pp. 749–775.
- Qamruzzaman M., Karim S., Wei J. (2019). Does asymmetric relation exist between exchange rate and foreign direct investment in Bangladesh? Evidence from nonlinear ARDL analysis. *Journal of Asian Finance, Economics and Business*, no. 6 (4), pp. 115–128. <https://doi.org/10.13106/jafeb.2019.vol6.no4.115>
- Wahid A.N., Sawkut R., Seetana B. (2009). Determinants of Foreign Direct Investments (FDI): Lessons from the African Economies. *Journal of Applied Business and Economics*, no. 9 (1), pp. 1–70.
- Walsh J.P., Yu J. (2010). Determinants of foreign direct investment: A sectoral and institutional approach. *IMF Working Paper*, no. 187, pp. 1–45.
- Wang Z.Q., Swain N.J. (1995). The determinants of foreign direct investment in transforming economies: Evidence from Hungary and China. *Weltwirtschaftliches Archiv*, no. 131 (2), pp. 359–382.
- Wint A.G., Williams D.A. (2002). Attracting FDI to developing countries: A changing role for government? *International Journal of Public Sector Management*, no. 15 (5), pp. 361–374.