

**Ринок фінансово-банківських послуг**

Марина ВЛАСЕНКО

**УДОСКОНАЛЕННЯ МЕТОДИЧНОГО ПІДХОДУ
ДО КОМПЛЕКСНОЇ ОЦІНКИ РОЗВИТКУ
ФІНАНСОВИХ РИНКІВ КРАЇН СВІТУ
(НА ПРИКЛАДІ КРАЇН
ЄВРОПЕЙСЬКОГО СОЮЗУ)****Резюме**

Проведено теоретичне узагальнення результатів досліджень з питання оцінки розвитку фінансових ринків та їхнього впливу на економічне зростання країн світу, визначено потенційні фактори розвитку фінансових ринків, проведено огляд наявних методик оцінки розвитку фінансового ринку країн світу, виявлено їхні недоліки та необхідність удосконалення, запропоновано вдосконалений методичний підхід до оцінки розвитку фінансового ринку (груп) країн світу з використанням комплексного інструменту оцінки – Композитного Індексу – на прикладі групи країн Європейського Союзу.

Ключові слова

Оцінка розвитку фінансових ринків країн світу, потенційні визначальні фактори розвитку, методичні підходи до комплексної оцінки, Композитний Індекс, країни Європейського Союзу.

© Марина Власенко, 2013.

Власенко Марина, Дніпропетровський національний університет ім. Олеса Гончара, Україна.

Класифікація за JEL: G15, F30.

Вступ

Постановка проблеми. Диспропорції глобального фінансового розвитку та розвитку національних фінансових ринків зумовлюють необхідність проведення комплексної оцінки шляхом створення спеціальних інструментів з метою визначення особливостей, досягнень, зон ризику та перспектив подальшого розвитку фінансових ринків (груп) країн світу. Однак на практиці проведення такої оцінки виявляється важким завданням, оскільки розвиток фінансового ринку має багато напрямів, його неможливо вимірювати простими (первинними, тобто абсолютними) показниками, адже вони не охоплюють усіх аспектів такого складного явища, як розвиток фінансових ринків різних країн світу.

Правильне вимірювання розвитку фінансового ринку є надзвичайно важливим для розуміння впливу фінансового розвитку на можливість вирішення глобальних соціально-економічних проблем, зокрема скорочення бідності та покращення якості життя, та на загальне економічне зростання країн світу.

Аналіз останніх досліджень і публікацій. Дослідженням факторів, що впливають на розвиток фінансового ринку країни, займалося чимало як вітчизняних, так і закордонних учених, зокрема Д. Ачемоглу, Т. Бек, Дж. Грубер, Л. Зінгалес, Р. Левайн, Я. Міркін, Р. Ла Порта, Р. Раджан, Д. Родрік, Б. Рубцов, А. Субраманян, Й. Хуанг, І. О. Школьник та ін. Створенням методик комплексної оцінки розвитку фінансових ринків та оцінкою їхнього впливу на інші економічні показники та явища займалися такі дослідники, як А. Аб'яд, А. Деміргуч-Кунт, Р. Гойял, Л. Клаппер, С. Креан, М. Куглер, Р. Левайн, А. Моді, К. Нойссер та ін.

Метою статті є вдосконалення методичного підходу до комплексної оцінки розвитку фінансових ринків країн світу. Досягнення поставленої мети є можливим через послідовне вирішення таких завдань: 1) теоретичне узагальнення факторів, що потенційно визначають розвиток фінансових ринків; 2) дослідження наявних методичних підходів щодо дослідження розвитку фінансового ринку та виявлення їхніх недоліків; 3) розробка власного методичного підходу до оцінки розвитку фінансових ринків (груп) країн світу з можливістю побудови Композитного Індексу як інтегрального показника розвитку фінансового ринку на прикладі групи країн Європейського Союзу.

Об'єктивне вивчення ролі та розвитку фінансового ринку в сучасній економіці передбачає не лише опис якості змін, що відбуваються, а й їх кількісну оцінку. Застосування інструментів оцінки дає змогу перевести теоретичну дискусію про роль фінансового ринку в площину макроекономічного аналізу.

Будь-який методичний підхід дослідження рівня розвитку фінансового ринку повинен починатися з визначення його масштабу, розгляду системи індикаторів, що дають змогу скласти повну картину щодо значущості рівня розвитку фінансового ринку як для окремої країни, так і для групи держав.

В узагальненому вигляді для дослідження може бути використано показники трьох типів: первинні (абсолютні), вторинні (відносні) та синтетичні (комплексні). Але слід зазначити, що аналіз динаміки абсолютних показників розвитку фінансового ринку має дуже незначну потужність у разі проведення міжкраїнових порівнянь, тому для оцінки в масштабах світової економіки доцільніше користуватися відносними та комплексними інструментами оцінки.

Потенційні визначальні фактори розвитку фінансових ринків

На сьогодні провідні вчені з усього світу зібрали велику базу даних якісних та кількісних факторів фінансового розвитку, виявлених у численних дослідженнях: від макроекономічних (інфляція, рівень доходу, рівень заощаджень тощо) до географічних та демографічних тощо. Але не всі прикладні економічні дослідження з розвитку фінансового ринку надають обґрунтування впливу факторів, особливо для міжкраїнового порівняння, тому виникає питання щодо доцільності включення тих чи інших факторів.

Тому одним з перших завдань є визначення кола потенційних факторів розвитку фінансових ринків країн світу.

Більшість авторів обирають фактори до дослідження, ґрунтуючись на теоретичних гіпотезах. Однією з перших спроб визначити вплив факторів на економічне зростання за допомогою математичного підходу була робота Й. Хуанга, який використав метод байєсівського усереднення моделі та виявив особливу роль інститутів, політики та географії у процесі фінансового розвитку: інституційні фактори, макроекономічна політика та географічні фактори, взяті в єдину групу, разом із культурними характеристиками, а також рівнем доходу країни значно впливають на рівень фінансового розвитку. З 39 факторів, узятих окремо, юридичні фактори, індекс якості урядового правління, індекс торгівельної політики, площа країни, ВВП та кількість населення є важливими визначальними факторами фінансового розвитку.

Результати, отримані Й. Хуангом, підтверджують і гіпотези інших авторів (Д. Ачемоглу та ін. [4], Д. Доллар та А. Краай [14], В. Істерлі та Р. Левайн [15], Д. Родрік та А. Субраманян [28]). Зокрема, дослідження В. Істерлі та О. Левайна, а також Д. Родріка та А. Субраманяна підкреслюють домінуючу роль інститутів над географічними та політичними факторами, оскільки останні впливають на економічний та фінансовий розвиток через інститути. Розглянемо докладніше фактори, що потенційно впливають на фінансовий розвиток.

Дослідження ролі інститутів у фінансовому розвитку відображається в ході визначення впливу юридичної та регуляторної середовища на функціонування фінансових ринків. Юридичні та регуляторні системи, які включають у себе захист прав власності, гарантії виконання контрактів та високі стандарти звітності, визначають як найважливіші фактори для фінансового розвитку.

Д. Ачемоглу, С. Джонсон та Дж. Робінсон [4] досліджували історичний аспект фінансового розвитку та встановили, що в колоніях, де природні умови були сприятливими для життя європейців, почали відтворюватися й усі інститути, у тому числі фінансові. У колоніях, де умови не дозволяли жити європейцям, інтерес колонізаторів був лише у ресурсах: тут не створювалися правові та політичні інститути, приватна власність не була захищена. Європейці створювали колоніальні держави або підтримували авторитарні режими на місцях, щоб забезпечити перелив ресурсів. Тому створені в таких країнах політичні структури перешкоджали довгостроковому економічному зростанню. Ці політичні та економічні інститути зберегли свої характеристики до сьогодні.

Дослідники впливу правових традицій [22] на формування фінансового ринку розглядають фінансові взаємозв'язки через призму контрактних відносин, ступінь дотримання яких залежить від наявних у країні норм та механізмів примусу до виконання контрактних зобов'язань. Зокрема, К. Майер та О. Сасман [24] наголошують на важливості розкриття інформації, стандартів звітності, банківської практики для фінансового розвитку.

Політична система та структура власності, у свою чергу, визначають систему економічних інтересів у країні, і, відповідно, на структуру фінансового ринку. Для ефективного розвитку фінансового ринку капіталу необхідно, щоб структура власності в країні мала як власників, котрі мають значний обсяг капіталу у своєму розпорядженні, так і дрібних власників, що дасть змогу сформуванню оптимальної структури ринку капіталу в країні. Причинами зростання фінансових ринків у 1990-ті рр. вважають послаблення державного втручання в економіку, лібералізацію та скасування обмежень на рух капіталів. Я. М. Міркін зазначає, що «...чим нижчий ступінь централізації ресурсів у суспільстві, ступінь його одержавлення або ступінь впливу небагатьох найбільших власників чи корпорацій, тим більш розвинений ринок капіталів та грошовий ринок, зокрема ринок цінних паперів та строковий ринок» [3, с. 176].

Він також виділяє ознаки, які прямо визначають структуру власності в країні, роль, обсяг та структуру фінансового ринку: 1) ступінь ризику, що при-

ймає на себе населення, активність населення, інноваційна складова в його поведінці, прагнення до індивідуальної економічної свободи або, навпаки, до соціальної опіки, ієрархічності; 2) ступінь підконтрольності та захищеності з боку держави та корпорацій, який очікує та приймає населення; 3) вплив релігійного та соціокультурного фактору (релігійні особливості ведення економічної діяльності, «поведінкові фінанси», що пов'язують соціокультурні стандарти інвесторів, їхню психологію та ухвалення інвестиційних рішень); 4) схильність до заощаджень, до покращення матеріального боку життя, прагматичність, традиції вибору фінансових продуктів.

Переважаання великих власників та їхніх економічних інтересів веде до звуження фінансового ринку та спрощення його структури. Та, навпаки, чим більш роздрібною є власність на ресурси, тим більшими за обсягом та більш різноманітними є фінансові ринки. Зокрема, теорія групових інтересів Р. Раджана та Л. Зінгалеса [26] підтверджує важливість політичних факторів для фінансового розвитку. Вони відзначають, що за відсутності прозорості зацікавлені особи можуть мати мотиви для блокування розвитку більш прозорого та конкурентного середовища. Але, якщо одночасно запроваджують торгівельну та фінансову відкритість, зацікавлені особи отримують мотивацію для підтримки фінансового розвитку, адже він дає змогу отримувати додаткові прибутки за рахунок виходу на нові ринки, що частково компенсує їхні втрати на внутрішньому ринку.

Й. Хуанг [20] вивчає питання, чи розширює виборчі права політична лібералізація, що має на меті обмеження впливу політичних еліт (або зацікавлених осіб), адже базові політичні права та громадянські свободи є важливими для фінансового розвитку. Він доходить висновку, що політична лібералізація зазвичай іде слідом за підвищенням рівня фінансового розвитку, принаймні в короткостроковому періоді, що підтверджує можливість інститутів мати глибокий вплив на фінансовий розвиток. Рівень інституційного розвитку в країні певним чином визначає складність фінансових систем.

Чим частіше відбуваються зміни в політичній ситуації в країні та чим нестабільнішою є соціально-економічна ситуація, тим більш ризикований ринок формується, незначний за своїми масштабами та спекулятивний за своїм характером. Політична стабільність мінімізує ту частину ризику країни, яка «визначається соціальними або політичними умовами країни та, зокрема, включає в себе ризик втрат у зв'язку з діями влади, які виражаються у відмові від виконання зобов'язань...» [23].

Економетричні аналізи останніх 15–20 років підтверджують важливість інституційного розвитку, що дає змогу зробити висновки, що країни, де: 1) добре захищено права кредиторів, 2) юридичні системи спрямовано на захист контрактних зобов'язань, 3) облікові стандарти дають змогу отримувати високоякісну та достовірну звітність компаній, – мають більш розвинених фінансових посередників.

Політична точка зору на фінансовий розвиток підкреслює важливість макроекономічної політики, відкритості товарних ринків та фінансової лібералізації у просуванні фінансового розвитку. Підтримка низького рівня інфляції та високого рівня інвестування позитивно впливає на фінансовий розвиток.

Я. Міркін [3, с. 60–61] відзначає, що занадто жорстка податкова та грошова політика у фазі фінансової стабілізації, відсутність податкових стимулів, які підтримують інтерес, несвоєчасний перехід до політики стимулювання економічного зростання, непродумана лібералізація рахунку капіталів, неправильне застосування відсоткової політики, яка створює штучно високий рівень відсотка в одних секторах фінансового ринку на шкоду іншим, – усе це приклади викривлень, які можуть створювати серйозні деформації в структурі фінансового ринку будь-якої країни.

Ще у 70-х рр. ХХ ст. Р. МакКінон та Е. Шоу визначили, що фінансові репресії скорочують кількість та якість інвестицій, а фінансова лібералізація може сприяти економічному зростанню шляхом підвищення рівня інвестицій та продуктивності. С. Классенс та ін. [9] надає свідчення того, що відкриття банківської системи покращує функціонування національної банківської системи та якість фінансових послуг, що спричинює покращення обслуговування клієнтів і знижує показник прибутковості місцевих банків. Г. Бекаерт [6] відзначає, що відкриття фондових ринків для іноземних інвесторів певним чином робить ринок більш волатильним та синхронізує доходність за цінними паперами зі світовою.

Дослідники Дж. Барт, Ж. Капріо та Р. Левайн [5] провели порівняльний аналіз діяльності банків у більш ніж 60 країнах стосовно виявлення впливу фактору заборони певних видів банківської діяльності на фінансовий розвиток та виявили, що суворі обмеження діяльності банків зовсім не сприятливі, а навпаки, у деяких аспектах доволі згубні.

Позитивний зв'язок між фінансовою лібералізацією та фінансовим розвитком хоча й існує, але фінансова лібералізація несе в собі певні ризики. У дослідженні «Чи призводить фінансова відкритість до поглиблення внутрішнього фінансового ринку?» [7] фахівці Світового банку доходять висновків про позитивний вплив фінансової відкритості на фінансовий розвиток, але лише за умов високого рівня захисту прав інвесторів, якості інститутів та торговельної відкритості.

Е. Прасад, Р. Раджан та А. Субраманіан [25] у своєму дослідженні з'ясували, що фінансова відкритість позитивно корелює з економічним розвитком у розвинених країнах, та негативно – у країнах, що розвиваються, та транзитивних країнах: зниження відсоткових ставок у розвинених країнах щодо національних відсоткових ставок країн, що розвиваються, не спричиняє підвищення рівня інвестування за рахунок іноземних інвестицій усередині країн. Фінансова відкритість лише за рахунок лібералізації фінансових рахун-

ків, без покращення правових та регулятивних факторів у країні, підвищить споживання, а іноземні заощадження лише замістять вітчизняні. Д. Родрік та А. Субраманян [29] зазначають, що уряди країн, які розвиваються, та транзитивних країн матимуть можливість розміщувати за кордоном великі обсяги активів та не бути зацікавленими в розвитку вітчизняних ринків, а місцеві приватні інвестори матимуть менше стимулів для лобіювання реформ удома, якщо їм буде дозволено розміщувати свої активи за кордоном.

С. Д'янков та інші [13] підтверджують, що відкриття фінансових ринків без адекватної інституційної та юридичної середовища може призвести до більш інтенсивного використання фірмами та інвесторами міжнародних ринків не на користь внутрішнім. Така сама проблема може спостерігатися, якщо місцеві боргові ринки лібералізовано раніше за достатнє укріплення національної валюти та розвиток внутрішнього фінансового ринку.

На розвиток фінансових ринків також впливають інші фактори, які ми об'єднали у групу під назвою «людський фактор»: його доволі складно вимірювати, але й нехтувати їм неможливо. До цієї групи належать економічна поведінка населення, фінансова грамотність та обізнаність (яка є передумовою для створення ефективних і прозорих фінансових ринків, особливо у країнах, які перейшли від централізованого планування до ринкової економіки [30]).

Найбільш затребуваними для використання в оцінці розвитку фінансових ринків є кількісні фактори розвитку.

Кількісні фактори, що визначають розвиток фінансового ринку, – це рівень доходу населення країн, характеристики розвитку окремих сегментів фінансового ринку, фінансового посередництва та використання фінансових інструментів, фінансова глибина тощо.

Перед тим як перейти до розгляду кількісних факторів розвитку фінансового ринку, слід згадати про групу факторів доступу до фінансового ринку в різних країнах світу. Для більш об'єктивного аналізу потрібно не лише оперувати кількісними показниками розвитку різних сегментів фінансового ринку, а й мати інформацію про те, наскільки забезпечений доступ економічних агентів до фінансових послуг. Тобто, ефективний фінансовий ринок має характеризуватися як високим рівнем індикаторів розвитку сегментів фінансового ринку, так і відносно рівномірною участю економічних агентів у формуванні цих показників. Світовий банк назвав необхідність максимально широкого охоплення населення фінансовими послугами «фінансовим охопленням» (від англ. «financial inclusion»).

Тривалий час, до 2012 р., вимірювання доступу до фінансових послуг було дуже складною справою, адже воно засновується на опитуваннях лише щодо поодиноких країн. Існували певні розбіжності в методологіях проведен-

ня опитувань, що спричинювало проблеми в порівнянні даних та їх подальшій інтерпретації, але все одно такі дані були доволі інформативними.

У 2012 р. фахівці Світового банку [12] створили базу даних індикаторів Глобального фінансового охоплення (під назвою «Global Findex»), у якій наведено дані 148 країн світу стосовно того, як люди заощаджують, позичають, здійснюють платежі та керують ризиком. Побудовані індикатори засновано на результатах інтерв'ю понад 150 тисяч респондентів різної національності у віці від 15 років протягом 2011 р. Фінансовий ринок будь-якої країни, що добре функціонує, виконує важливу роль шляхом пропозиції заощаджень, кредитів, платіжних послуг і послуг ризик-менеджменту для суб'єктів, що їх потребують. Фінансовий ринок, такий, що надає доступ до фінансових послуг без цінових та нецінових обмежень, є особливо важливим для бідних людей та інших незахищених груп населення. За відсутності легкого доступу до фінансування, щоб якісно покращити своє життя або діяльність, бідні люди можуть сподіватися лише на власні обмежені заощадження (якщо такі є), представники малого та середнього бізнесу – лише на свій обмежений дохід. Усе це може спричинити нерівномірність розподілу доходу та уповільнене економічне зростання в майбутньому.

Як основні індикатори доступу до фінансових послуг використовують показники кількості філій банків та банкоматів на 1000 дорослих мешканців (або на 1000 км²). Така інформація суттєво розширює уявлення про рівень розвитку фінансового ринку порівняно з традиційним аналізом показників розвитку сегментів фінансового ринку.

Одним з найважливіших понять, що пов'язує розвиток фінансових інструментів із розвитком національних фінансових ринків різних країн світу, є фінансове поглиблення. Це поняття було введено всередині 1980-х рр. та відображає насиченість економіки грошима, фінансовими інструментами та фінансовими інститутами. Під фінансовим поглибленням науковці [21; 27] розуміють: 1) сектори та агенти можуть використовувати фінансові ринки для заощаджень та інвестицій, у тому числі на довгий строк (розширення доступу); 2) фінансові посередники та ринки спроможні розміщувати більші обсяги капіталу та підтримувати більший оборот, без відповідної значної зміни цін на активи (збільшення ринкової ліквідності); 3) фінансовий ринок може створити великий та широкий перелік фінансових інструментів для розподілу ризику (хеджування та диверсифікація). Іншими словами, фінансово глибокі ринки дають змогу власникам заощаджень інвестувати в більш широкий перелік якісних інвестиційних інструментів та інструментів розподілу ризику, а також дають змогу позичальникам отримати широкий перелік інструментів фінансування та ризик-менеджменту.

У попередніх публікаціях нами вже було проведено аналіз кількісних факторів розвитку фінансового ринку [1], результати якого актуалізували важливість загальноекономічних (макроекономічних), інституційних, у т. ч. юри-

дично-регулятивних, зовнішньоекономічних та науково-технічних факторів для фінансового розвитку будь-якої країни.

До одного з найважливіших зовнішніх факторів слід віднести порівняльну конкурентоспроможність. Конкурентоспроможність фінансового ринку, за визначенням Я. М. Міркіна, – це комплекс його переваг та недоліків, порівняно з іншими ринками, які формують певний рівень його ризику, ліквідності та дохідності та визначають ступінь привабливості ринку для неспекулятивних інвесторів, порівняно з іншими ринками. Конкурентоспроможність фінансового ринку залежить від конкурентоспроможності країни, яку вимірюють міжнародні фінансові організації, зокрема фахівці Всесвітнього економічного форуму.

Дослідження Всесвітнього економічного форуму (ВЕФ) «Про глобальну конкурентоспроможність» [17] підтвердило, що між добробутом країни та рівнями її економічної свободи і конкурентоспроможності спостерігається тісний статистичний зв'язок. Це свідчить про те, що країни з високим рівнем економічної свободи та конкурентоспроможності демонструють високий економічний потенціал, який впливає на рівень добробуту в країні. Формулювання економічної політики держави вимагає врахування цієї закономірності, особливо якщо головною метою політики визначено зростання ВВП країни.

Розвиток науки та фінансового ринку має двосторонню спрямованість. Інститути фінансового ринку чинять значний вплив на динаміку розвитку галузей, що асоціюються з науково-дослідними роботами. Наприклад, у США фірми, які представляють фармацевтичну та електронну промисловість, а також біотехнології, значно більше залежать від доступу до джерел зовнішнього фінансування, аніж компанії більш традиційних галузей, таких як сталеливарна промисловість або автомобілебудування [27, с. 107]. Тому розвиток науки та техніки є певним каналом поширення впливу фінансового ринку на економіку країни. Водночас розвиток науково-технічної діяльності всередині країни спричиняє кількісний та якісний розвиток фінансового ринку, диверсифікацію фінансових інструментів та фінансових посередників. Виникнення та успішний розвиток лізингу в світі є тому прикладом.

Група авторів на чолі з Ю. Чанг [8] оцінили важливість розвитку фінансового ринку та витрат на наукові розробки для зростання експорту, з використанням теоретичної та економетричної моделі. Результат показав, що фінансовий розвиток та витрати на наукові розробки позитивно корелюють зі зростанням експорту та виробництва високотехнологічних товарів. Очевидно, що країни, які хочуть підвищити обсяги експорту, повинні збільшувати витрати на наукові розробки та визнати їхню пріоритетність.

Дж. Грубер та С. Камін [19] розвивають погляд на те, що рівень розвитку фінансового ринку пов'язаний із глобальними дисбалансами у платіжних балансах країн. Проблема дефіциту платіжного балансу країни висвітлюють А. Гош та У. Рамакрішнан [16]. Вони відзначають: якщо країна перебуває в

стані негативного сальдо платіжного балансу, вона нарощує зобов'язання перед іншими країнами, які потрібно буде оплачувати в майбутньому. Якщо негативна тенденція стає довгостроковою, то платоспроможність країни піддається сумніву. Якщо дефіцит відображає переважання імпорту над експортом, це свідчить про проблеми з конкурентоспроможністю країни. Тому очевидно, що сальдо торгівельного балансу, обсяги зовнішнього боргу, високотехнологічної продукції у структурі експорту й інші зовнішньоекономічні та науково-технічні фактори впливають на фінансовий розвиток. Причому надзвичайну важливість отримує фактор саме власних високотехнологічних розробок, зокрема кількість патентів, зареєстрованих резидентами.

Огляд наявних методик комплексної оцінки розвитку фінансових ринків

Починаючи з моменту виникнення інтересу до оцінки фінансового розвитку, ускладнювалися методики оцінки розвитку фінансових ринків, збільшувалася кількість факторів, країн, часових періодів, залучених до дослідження.

Спочатку для оцінки розвитку фінансових ринків використовувалися відносні показники: окремо аналізувалися показники розвитку банківських систем і ринків цінних паперів у різних часових періодах та із залученням до дослідження різної кількості країн, переважно економічно розвинених. Результатами таких досліджень стали виявлені фактори впливу на розвиток фінансових ринків.

Один з перших комплексних інструментів оцінки розвитку фінансових ринків запропонували в 1993 р. Р. Кінг та Р. Левайн [21]. Автори залучили дані за 80 країнами в період 1960–1989 рр. для дослідження, чи справді вищі рівні фінансового розвитку корелюють з вищими поточними та майбутніми темпами зростання економік, нагромадження капіталу та економічної ефективності. Запропонований ними індикатор містив 4 субіндекса.

І хоч ця робота є прикладом більш комплексної оцінки, паралельно інші автори продовжують дослідження окремих показників вторинного типу з метою розширення панелі нових індикаторів, які в майбутньому включатимуть до комплексних розрахунків інші дослідники (П. Деметріадес та К. Хуссейн, П. Руссо, К. Нойссер та М. Куглер; Е. Гельбард та С. Перейра Лейте; А. Аб'яд та А. Моді, Ф. Лейн та Дж. Мілесі-Феретті; Дж. Джу та Ш. Вей та ін). Цінність таких досліджень полягає в більш вузькому та ретельному дослідженні окремих груп країн на різних етапах розвитку. Фактично створення інструментів комплексної оцінки розпочалося у 2-й половині 2000-х рр., огляд яких ми вже проводили в попередніх публікаціях [2].

Найостанніші дані щодо інструментів оцінки фінансового розвитку пов'язані з появою у 2012 р. публікації Світовим банком власного щорічного дослідження «Global financial development report» (Звіт з глобального фінансового розвитку). На основі власних попередніх досліджень [10; 11; 12] Світовий банк розробив відносно просту концептуальну систему вимірювання «4 x 2» для дослідження розвитку фінансових ринків в усьому світі. Дана система містить 4 набори змінних, які характеризують фінансовий ринок, що добре функціонує: фінансову глибину, доступ, ефективність та стабільність (таблиця 1).

Вагомим внеском у дослідження теми фінансового розвитку стала робота фахівців Світового банку з оцінки фінансового охоплення [12]. Індекс Глобального фінансового охоплення, запропонований у даній роботі, містить 4 панелі індикаторів (4 субіндекса).

Розглянувши численні дослідження з питання, що розглядається, обґрунтуємо необхідність удосконалення наявних методик оцінки розвитку фінансових ринків:

1) достатньо велику кількість індикаторів, запропонованих у методиках, неможливо дослідити через їх відсутність, що погіршує кінцевий результат;

2) недостатньо ретельно досліджено питання розвитку різних фінансових інструментів (окрім банківських кредитів та цінних паперів), впливу окремих інструментів на розвиток фінансового ринку країн, урахування розвитку фінансового посередництва;

3) спірним питанням є включення до складу результативного індикатора показників фінансової стабільності та фінансової відкритості для країн, що розвиваються, та впливу розвитку валютного ринку для країн, валюта яких не є вільно конвертованою або є слабкою порівняно з іншими;

4) вищенаведені методики мають однобічний характер, відзначається надмірна концентрація на певній групі країн, відсутній комплексний та універсальний підхід до оцінки фінансового ринку (груп) країн світу.

Важливість та необхідність для розрахунку всіх факторів, наведених в останній методиці Світового банку, безумовно, очевидна, але значення багатьох з них відсутні в загальнодоступних базах даних з фінансового розвитку (Світового Банку, Банку міжнародних розрахунків, Міжнародного валютного фонду, Всесвітнього економічного форуму тощо), що ускладнює розрахунки та зменшує достовірність отриманого кінцевого показника. Це стосується не лише країн, що розвиваються, та транзитивних країн, а й країн з розвиненим фінансовим ринком, що зумовлює практичну недосконалість концепції, запропонованої Світовим банком. Тому в нашому дослідженні та розрахунках ми будемо користуватися принципом максимальної наявності факторів для формування результативного показника.

Таблиця 1

Концептуальна система дослідження розвитку фінансових ринків,
запропонована Світовим банком [18, с. 23]

	Інститути	Ринки
Глибина	Кредит приватному сектору до ВВП. Активи фінансових інститутів до ВВП. М2 до ВВП. Депозити до ВВП. Додана вартість, створена фінансовим сектором, до ВВП.	Капіталізація ринку акцій та заборгованість за приватними борговими цінними паперами до ВВП. Приватні боргові цінні папери до ВВП. Державні цінні папери до ВВП. Міжнародні боргові цінні папери до ВВП. Капіталізація ринку акцій до ВВП. Обсяг торгівлі акціями до ВВП.
Доступ	Кількість рахунків у комерційних банках на 1000 дорослих. Кількість філій комерційних банків на 100 000 дорослих. % людей, що мають банківський рахунок (опитування). % фірм, що мають відкриту кредитну лінію (всі фірми). % фірм, що мають відкриту кредитну лінію (малі підприємства).	Відсоток ринкової капіталізації компаній, виключаючи топ-10 найбільших компаній. Відсоток торгівлі цінними паперами, виключаючи топ-10 найбільших компаній. Урядові облигації (3-місячні та 10-річні). Співвідношення внутрішніх цінних паперів та загального обсягу цінних паперів. Співвідношення приватних цінних паперів та загального обсягу цінних паперів (внутрішніх). Нові випуски корпоративних облигацій до ВВП.
Ефективність	Чиста процентна маржа. Позиково-депозитний серед. Непроцентний дохід до загального доходу. Накладні витрати (% до загальних активів). Рентабельність (активів, капіталу). Індикатор Boone або Herfindahl.	Обіговість акцій. Синхронність цін. Інсайдерська торгівля. Ціновий вплив. Ліквідність / транзакційні витрати. Спред по урядових облигаціях. Оборот облигацій (приватних, публічних) на біржах. Ефективність розрахунків.
Стабільність	Z-score. Норматив адекватності капіталу. Норматив якості активів. Норматив ліквідності. Інші (відношення чистої позиції з іноземної валюти до капіталу).	Волатильність (стандартне відхилення / середнє) індексів на ціни на акції, індекс на суверенні облигації. Асиметрія індексу (на акції, суверенні облигації). Чутливість до маніпуляцій. Співвідношення ціни і доходності. Дюрація. Співвідношення короткострокових облигацій до загального обсягу облигацій (внутрішніх, міжнародних). Кореляція з доходністю головних облигацій (німецьких, американських).

Врахувавши недоліки наявних методичних підходів до оцінки, напрацьованих теоретичними працями провідних учених та світовою практикою, ми розробили власну Методику розрахунку Композитного Індексу (надалі КІ) та оцінки рівня розвитку фінансового ринку (груп) країн світу з метою визначення рівня розвитку фінансового ринку як одного з важливих та невід'ємних складових ринкової економіки і визначення переліку основних індикаторів, що впливають на його розвиток, а також методів обчислення композитного індексу розвитку фінансового ринку (груп) країн світу. Ця Методика відрізняється від наявних тим, що вона досліджує розвиток фінансового ринку не у просторі, а в часі з можливістю міжкраїнового порівняння. До переваг даної Методики можна також віднести більшу достовірність, оскільки при відборі факторів для дослідження враховувалася їх максимальна кількість.

Індикатори, які залучають до оцінки розвитку фінансового ринку, об'єднуються до чотирьох груп, а кожна група характеризується відповідним субіндексом (I_1 , I_2 , I_3 та I_4): 1) загальноекономічні та політичні фактори (11 показників); 2) правові та регуляторні фактори (5 показників); 3) фактори розвитку фінансового ринку (фінансові інструменти, фінансові установи та доступ до фінансового ринку – всього 32 показники); 4) зовнішньоекономічні та науково-технічні фактори (11 показників). Оскільки всі обрані фактори мають різні одиниці виміру, їх було нормалізовано та приведено до значення від 0 до 1. Потім за методом середньозваженого проведемо визначення комплексного показнику розвитку (загального значення КІ) за роками, що досліджуються, застосувавши адитивну індексну модель (розгорнута):

$$KI = I_1 n_1 + I_2 n_2 + I_3 n_3 + I_4 n_4, \quad (1)$$

де I – значення субіндексів;

n – вагові коефіцієнти (0,16; 0,10; 0,55 та 0,19 для кожного з субіндексів, відповідно до кількості факторів у кожній групі).

Використовуючи метод ланцюгових підстановок, необхідно провести оцінку впливу кожного зі зважених субіндексів на результат та динаміку Композитного Індексу.

За запропонованою Методикою ми провели дослідження розвитку фінансових ринків країн Європейського Союзу. Для створення бази даних дослідження було використано статистичні дані таких організацій, як Світовий Банк, Міжнародний валютний фонд, Банк міжнародних розрахунків, Організація економічного співробітництва та розвитку, Світова федерація бірж, Всесвітній економічний форум та Евростат – статистична служба Європейського союзу. Також до розрахунку було залучено статистичні дані організацій, які досліджують окремі соціально-економічні явища: Heritage foundation (економічні свободи та верховенство права), Transparency international (дослідження корупції), Political risk services group (політичні ризики), Leaseurope (лізинг), Factors Chain International (факторинг), Swiss Re (страхування) та ін.

Було оброблено та нормалізовано більше ніж 10 000 числових значень, проведено розрахунки за 59 показників, зведеними до чотирьох груп індикаторів, які представлено у вигляді субіндексів (агрегованих факторів) розвитку фінансового ринку обраної групи країн. Результати оцінки фінансового ринку даної групи країн наведено нижче (таблиця 2).

Таблиця 2

Значення зважених субіндексів та Композитного Індексу розвитку фінансового ринку країн Європейського Союзу (2005–2011 рр.)

Зважені значення	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Субіндекс I_1	0,1030	0,1117	0,1197	0,1099	0,0908	0,0988	0,0835
Субіндекс I_2	0,0654	0,0656	0,0660	0,0655	0,0661	0,0664	0,0663
Субіндекс I_3	0,1857	0,2542	0,3357	0,2566	0,2929	0,3103	0,3238
Субіндекс I_4	0,0906	0,1128	0,0922	0,0793	0,1126	0,1059	0,1233
Композитний Індекс	0,4446	0,5443	0,6137	0,5114	0,5625	0,5815	0,5969

Для того щоб наочно простежити динаміку значення розрахованого Композитного Індексу, побудуємо графік (рис. 1).

Графік динаміки значення КІ має вигляд параболи (триступеневого поліному) з тенденцією до спаду у 2008 р., що співпадає з початком світової фінансової кризи. Дані розрахунку, наведені на рисунку 1, показують, що фінансовий ринок країн Європейського Союзу перебуває у процесі посткризового відновлення, але докризовий рівень, станом на кінець 2011 р., ще не досягнутий.

Слід зазначити, що внесок у збільшення значення КІ кожного з субіндексів був різним (що відображено на рис. 2). Вплив кожного з факторів було розраховано за допомогою методу ланцюгових підстановок, і результати розрахунку наведено в таблиці 3 (таблиця відхилень).

Протягом періоду, що досліджується, збільшується внесок 3-го та 4-го субіндексів при збереженні відносно стабільного значення 2-го субіндексу та скороченні внеску 1-го субіндексу в структурі КІ розвитку фінансового ринку Європейського Союзу.

Рисунок 1

Значення КІ розвитку фінансового ринку країн ЄС

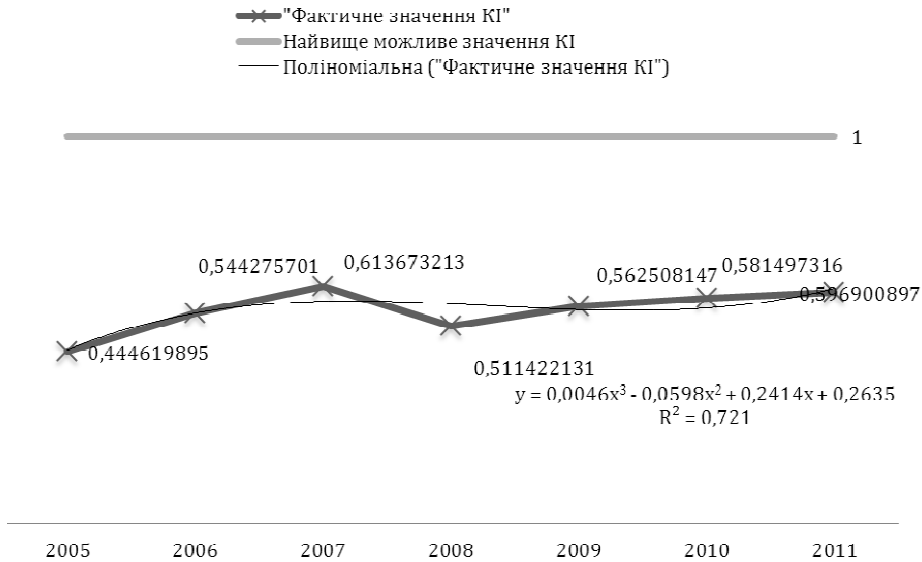
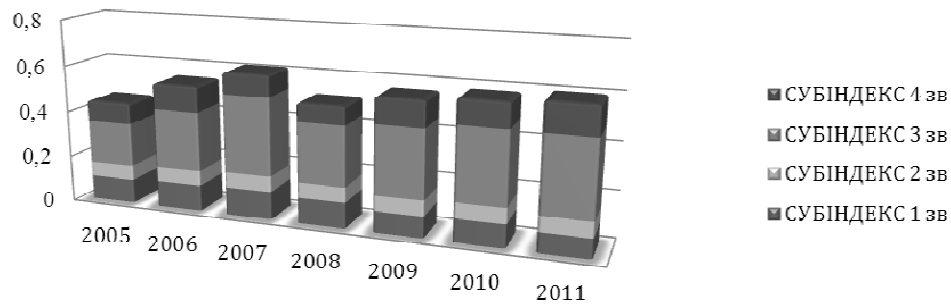


Рисунок 2

Структура та динаміка зваженого КІ розвитку фінансового ринку країн Європейського Союзу



Таблиця 3

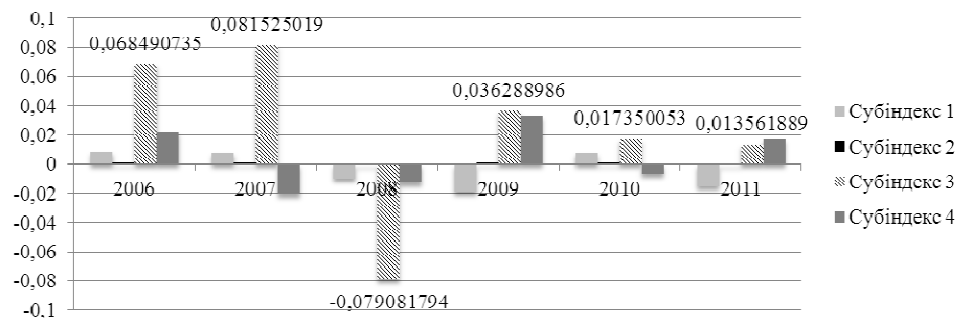
Оцінка впливу всіх субіндексів на результат Композитного Індексу

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Субіндекс I_1	+0,00874	+0,00806	-0,00984	-0,01907	+0,00799	-0,01529
Субіндекс I_2	+0,00022	+0,00036	-0,00041	+0,00059	+0,00030	-0,00019
Субіндекс I_3	+0,06849	+0,08153	-0,07908	+0,03629	+0,01735	+0,01356
Субіндекс I_4	+0,02221	-0,02054	-0,01292	+0,03328	-0,00665	+0,01732
Загальне відхилення	+0,09966	+0,06940	-0,10225	+0,05109	+0,01899	+0,01540

Відобразимо динаміку відхилень графічно на рисунку 3 та проведемо аналіз впливу кожного з субіндексів на результативний показник – КІ.

Рисунок 3

Вплив значень субіндексів на результативне значення КІ



Макроекономічні та політичні фактори чинили позитивний вплив на розвиток фінансових ринків у період до 2008 р. та у 2010 р., у результаті активної спільної боротьби з фінансовою кризою. Але вже у 2011 р. саме макроекономічні та політичні фактори чинять негативний вплив за рахунок погіршення таких показників, як підвищення обсягів урядового боргу, підвищення темпів інфляції, постійне скорочення рівнів валових заощаджень та нагромадження капіталу. Слід відзначити, що макроекономічні проблеми, які переросли в боргову кризу, розпочалися ще у 2010 р. На жаль, до сьогодні цю проблему не вдалося вирішити остаточно.

Відповідно до результатів проведеного аналізу, найбільш стабільною групою факторів є правові та регулятивні фактори: країни ЄС мають стабільно високі значення індексу захисту прав інвесторів, розкриття інформації про кредитні операції, відповідності стандартам звітності (прозорості розкриття інформації), законодавства про заставу та банкрутство, а також верховенства права, що позитивно впливає не лише на розвиток фінансового ринку, а й на соціально-економічний розвиток цієї групи країн.

Щодо впливу 3-го та 4-го субіндексів, то в період 2006–2007 рр. найбільш позитивний вплив на розвиток фінансового ринку чинили збільшення обсягів фінансових активів та фінансових інструментів, позитивні результати діяльності фінансових посередників та покращення показників доступу до фінансового ринку. Але вже у 2007 р. позначилися негативні тенденції, спричинені групою зовнішньоекономічних та науково-технічних факторів, що можуть бути передвісниками кризи, що починається: відбувається скорочення обсягу чистого потоку портфельних іноземних інвестицій, збільшується дефіцит торговельного балансу за умов скорочення частки наукомістких товарів у структурі експорту, погіршується міжнародна інвестиційна позиція.

Значення КІ у 2008 р. знизилося до свого мінімуму за період, що досліджується. Свій внесок у значення результативного показника зробили всі субіндекси, а найбільше – субіндекс 3. Це найбільший субіндекс за кількістю факторів, на ньому найбільше позначилася фінансова криза, тому на ньому слід зупинитися окремо.

Значення факторів, наведених у таблиці 4, з початком фінансової кризи 2008 р. зменшилися (підвищилися – для дестимуляторів (д)) та все ще не відновилися до докризових показників.

Таблиця 4

Фактори, значення яких погіршилися у 2008 р., та до 2011 р. не відновилися*

Перелік факторів	2007	2008	2011
Лізинг, загальний обсяг заборгованості, % до ВВП;	6,98	6,95	5,25
Лізинг, обсяг нових угод, % до ВВП;	3,63	3,19	1,83
Капіталізація ринку акцій до ВВП, %	74,03	55,65	44,63
Приріст активів ІСІ, %	0,73	0,45	0,62
(д) Прострочені банк. кредити, % від заг. обсягу кредитів**	2,02	2,66	7,03
Ринкова капіталізація лістингових компаній до ВВП, %	77,76	30,61	32,56
Показник обіговості цінних паперів (%)	88,61	73,43	59,12

Перелік факторів	2007	2008	2011
Чиста відсоткова маржа	1,92	1,91	1,74
Рентабельність активів банків (ROA)	1,03	0,27	0,14
Рентабельність капіталу банків (ROE)	14,46	0,76	0,75
Легкість доступу до кредитування (балів з 7)	4,92	3,06	3,45
Легкість доступу до фондового ринку (балів з 7)	5,14	4,02	3,89
Доступ до венчурного фінансування (балів з 7)	4,20	3,34	3,00
Кількість банкоматів на 1000 км ²	108,91	113,24	105,51
Кількість філій ком. банків на 100 тис. дорослих	43,77	43,81	42,27

Примітки: *Розраховано автором;

** д – фактори-дестимулятори.

Значення факторів, наведених у таблиці 5, з початком фінансової кризи 2008 р. зменшилися (підвищилися – для дестимуляторів (д)), але до 2011 р. відновилися та навіть перевищили докризові значення.

Таблиця 5

Фактори, значення яких погіршилися у 2008 р., але до 2011 р. відновилися*

Перелік факторів	2007	2008	2011
Активи недержавних пенсійних фондів (% до ВВП)	21,42	18,88	23,89
Премії Страхування (окрім страхування життя) (% до ВВП)	2,81	2,51	3,77
Капіталізація ринку внутрішніх держ. облігацій (% до ВВП)	37,08	35,50	37,82
Міжнародні боргові цінні папери (% до ВВП)	56,01	55,42	74,40
(д) Середнє значення відсоткової ставки за кредитами, %	7,29	7,67	5,55
Норматив адекватності регулятивного капіталу, %	6,70	6,46	7,52
Кількість філій комерційних банків на 1,000 км ²	63,36	63,31	66,29

Примітки: *Розраховано автором;

** д – фактори-дестимулятори.

У таблиці 6 наведено фактори, на які фінансова криза не вплинула, оскільки значення продовжували зростати протягом усього періоду, що досліджувався. Ці фактори становлять стійку основу для посткризового фінансового відновлення.

Таблиця 6

Фактори, що зростали протягом усього досліджуваного періоду (у т. ч. в період фінансової кризи)*

Перелік факторів	2007	2008	2011
Премії страхування життя (% до ВВП)	5,10	5,19	6,80
Факторинг (заборгованість за угодами, % до ВВП)	5,71	5,83	6,89
Капіталізація ринку внутр. приват. облігацій (% до ВВП)	36,22	37,46	43,90
Внутрішній кредит, наданий приват. секторові (% до ВВП)	114,83	122,33	127,57
Активи комерційних банків до ВВП	115,63	121,98	145,09
Обсяг депозитів у комерційних банках (% до ВВП)	122,58	122,95	122,88
Кредити, надані комерційними банками (% до ВВП)	122,37	131,35	127,20
Внутрішній кредит, наданий банк. сектором (% до ВВП)	121,09	129,32	140,20
Покриття кредитних бюро (% дорослих мешканців)	34,01	37,33	46,57
Кількість банкоматів на 100 000 дорослих мешканців	81,02	84,40	81,72

Примітка: *розраховано автором.

Таким чином, можна зробити висновок про позитивні тенденції в розвитку фінансового ринку країн Європейського Союзу, оскільки основоположні інституційні фактори розвитку фінансового ринку мають високе значення, незважаючи на тимчасові кризові явища. Для підвищення рівня розвитку фінансових ринків та вирішення проблемних питань країнам Європейського Союзу слід звернути увагу на вирішення проблем з державними фінансами (зростання урядового боргу при скороченні приросту ВВП), зовнішньоекономічними дисбалансами (негативне сальдо торгівельного балансу) та покращення умов функціонування для фінансових посередників, що надають фінансові послуги довгострокового типу та забезпечують фінансовий ринок «довгими» грошима (інституційні інвестори, компанії зі страхування життя, недержавні пенсійні фонди, лізингові компанії тощо).

Висновки

Теоретичне узагальнення факторів, що потенційно впливають на розвиток фінансових ринків, показало, що розвиток фінансових ринків країн світу найбільше залежить від факторів інституційного розвитку, збалансованої політики свобод та обмежень, фінансової глибини економіки, доступу до фінансування (фінансового охоплення), зовнішньоекономічних факторів та рівня розвитку науки і техніки, а також інших суб'єктивних «людських» факторів.

Починаючи з моменту виникнення інтересу до оцінки розвитку фінансових ринків, методики постійно ускладнювалися. Спочатку для оцінки розвитку фінансових ринків використовували лише окремі відносні показники, а створення інструментів комплексної оцінки фактично розпочалося у 2-й половині 2000-х рр. Основними недоліками наявних методик є неуніверсальність (можливість обчислення індикатора лише в просторі, надмірна концентрація на окремих групах країн), нехтування дослідженням розвитку окремих фінансових інструментів та відсутність даних за багатьма запропонованими індикаторами, що погіршує кінцевий результат.

З метою нівелювання виявлених недоліків ми розробили вдосконалену Методику розрахунку Композитного Індексу для оцінки рівня розвитку фінансового ринку (груп) країн світу, яка відрізняється від наявних можливістю дослідження розвитку фінансового ринку не лише у просторі, а й у часі. Залучені індикатори об'єднано до чотирьох груп (субіндексів). За запропонованою методикою проведено розрахунок Композитного Індексу розвитку фінансового ринку країн Європейського Союзу та зроблено висновок про позитивні тенденції.

Література

1. Власенко М. А. Исследование структуры мирового финансового рынка по критерию развития национальных финансовых рынков / М. А. Власенко // Уральский научный вестник. – 2012. – № 9 (45). – С. 87–94.
2. Власенко М. О. Методичні підходи до дослідження розвитку фінансового ринку / М. О. Власенко // Інвестиції, практика та досвід. – 2012. – № 12. – С. 54–59.
3. Миркин Я. Рынок ценных бумаг России: воздействие фундаментальных факторов, прогноз и политика развития. – М. : Альпина Паблишер, 2002. – 624 с.

4. Acemoglu D. Colonial origins of comparative development: an empirical investigation / D. Acemoglu, S. Johnson, J. Robinson // *American Economic Review*. – 2001. – № 91. – P. 1369–1401. – Режим доступу: www.nyu.edu/econ/user/bisina/acemoglu_robinson.pdf.
5. Barth J. R. Banking system around the Globe: do regulation and ownership affect performance and stability? / J. R. Barth, G. Caprio, R. Levine // *Working paper*. – 2000. – February. – Режим доступу: <http://www.nber.org/chapters/c10757.pdf>.
6. Bekaert G. Dating the integration of world equity markets / G. Bekaert, R. H. Campbell, R. Lumsdaine // *Journal of Financial Economics*. – 2002. – № 65(2). – P. 203–247. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w6724.pdf>.
7. Calderón C. Does financial openness lead to deeper domestic financial markets? / C. Calderón, M. Kubota // *Policy research working paper*. – 2009. – № 4973. – Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/2009/06/19/000158349_20090619153305/Rendered/PDF/WPS4973.pdf.
8. Chang Y. Trade, R&D spending and financial development / Y. Chang, M. W. Hung, Ch. Lu // *Applied Financial Economics*. – 2005. – № 15. – P. 809–819. – Режим доступу: <http://ntur.lib.ntu.edu.tw/bitstream/246246/84755/1/22.pdf>.
9. Claessens S. A. How does foreign entry affect the domestic banking market? / S. A. Claessens, A. Demirgüç-Kunt, H. Huizinga // *World Bank policy research working paper*. – 1998. – № 1918. – Режим доступу: <http://siteresources.worldbank.org/DEC/Resources/84797-1114437274304/final.pdf>.
10. Creane S. Financial sector development in the Middle East and North Africa / S. Creane, R. Goyal, A. M. Mobarak, R. Sab // *Washington: International Monetary Fund*. – Режим доступу: <http://faculty.som.yale.edu/mushfiqmobarak/financial%20sector%20development.pdf>.
11. Čihák M. Benchmarking financial development around the world. / M. Čihák, A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, R. Levine // *Policy research working paper*. – 2012. – № 6175. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=2152254>.
12. Demirguc-Kunt A. Measuring Financial Inclusion: The Global Findex Database / A. Demirguc-Kunt, L. Klapper // *Policy Research Working Paper*. – 2012. – № WPS6025 (April). – Режим доступу: http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2012/04/19/000158349_20120419083611/Rendered/PDF/WPS6025.pdf.
13. Djankov S. The law and economics of self-dealing / S. Djankov, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer // *Journal of financial economics*. – 2008. – № 88(3). – P. 430–465. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w11883>.

14. Dollar D. Institutions, trade and growth / D. Dollar, A. Kraay // Journal of Monetary Economics. – 2003. – № 32. – P. 459–483. – Режим доступу: http://www.wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/2003/04/23/000094946_03040404262854/Rendered/PDF/multi0page.pdf.
15. Easterly W. Tropics, germs, and crops: how endowments influence economic development / W. Easterly, R. Levine // Journal of Monetary Economics. – 2003. – № 50. – P. 3–39. <http://www.nber.org/papers/w9106.pdf>.
16. Ghosh A. Current account deficits: is there a problem? / A. Ghosh, U. Ramakrishnan. – Режим доступу: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/current.htm>.
17. Global competitiveness report 2010 (Звіт ВЕФ з глобальної конкурентоспроможності 2010). – Режим доступу: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>.
18. Global financial development report – 2013. – Режим доступу: http://siteresources.worldbank.org/EXTGLOBALFINREPORT/Resources/8816096-1346865433023/88270781346865457422/GDF_2013_Report.pdf.
19. Gruber J. Do differences in financial development explain the global pattern of current account imbalances? / J. Gruber, S. B. Kamin // Board of Governors of the Federal Reserve System. International Finance Discussion Papers. 2008. – Number 923. (March). – Режим доступу: <http://www.federalreserve.gov/pubs/ifdp/2008/923/ifdp923.pdf>.
20. Huang Y. Will political liberalisation bring about financial development? / Huang Y. // Bristol economics discussion paper. – 2005. – № 05/578. – Режим доступу: http://www.efm.bris.ac.uk/economics/working_papers/pdffiles/dp05578.pdf.
21. King R. G. Finance and growth: Schumpeter might be right / R. G. King, R. Levine // Quarterly journal of economics. – 1993. – Vol. 102, № 3. – P. 717–736. – Режим доступу: http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/1993_QJE_Schumpeter.pdf.
22. La Porta R. Investor protection and corporate governance / R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny // Journal of Financial Economics. – 2000. – №58. – P. 3–27. – Режим доступу: <http://ssrn.com/abstract=183908>.
23. Management of bank's international lending (country risk analysis and country exposure measurement and control). – Basle committee on banking supervision, 1996. – Режим доступу: <http://www.bis.org/publ/bcbsc122.pdf>.
24. Mayer C. The assessment: finance, law and growth/ C. Mayer, O. Sussman // Oxford Review of Economic Policy. – 2001. – № 17(4). – P. 457–66. – Режим

доступу: http://www.eu-financial-system.org/fileadmin/content/Dokumente_Events/launching_workshop/Mayer.pdf.

25. Prasad E. Foreign capital and economic growth / E. Prasad, R. Rajan, A. Subramanian // IMF. – 2006. – August. – Режим доступу: <http://www.nber.org/papers/w13619.pdf>.
26. Rajan R. G. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century / R. G. Rajan, L. Zingales // Journal of Financial Economics. – 2003. – № 69. – P. 5–50. – Режим доступу: <http://faculty.chicagobooth.edu/luigi.zingales/papers/research/JFEreversal.pdf>.
27. Rajan R. Financial dependence and growth / R. Rajan, L. Zingales // American economic review. – 1998. – Vol.88, № 3. – P. 559–586. – Режим доступу: <http://faculty.chicagobooth.edu/raghuram.rajan/research/papers/growth.pdf>.
28. Rodrik D. Institutions rule: the primacy of institutions over geography and integration in economic development / D. Rodrik, A. Subramanian, F. Trebbi // Journal of Economic growth. – 2004. – № 9. – P. 131–165. <http://www.hks.harvard.edu/fs/drodrik/Research%20papers/institutionsrule,%205.0.pdf>.
29. Rodrik D. Why did financial globalization disappoint? / D. Rodrik, A. Subramanian // Working paper. – 2008. – March. – Режим доступу: <http://www.iie.com/publications/papers/subramanian0308.pdf>.
30. Rutledge S. L. Consumer protection and financial literacy: lessons from nine country studies / S. L. Rutledge // World Bank Policy Research Working Paper. – 2010. – № 5326, 1st of June. – Режим доступу: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1619168.