

**Рынок финансово-банковских услуг**

Марина ВЛАСЕНКО

**УСОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ
МЕТОДИЧЕСКОГО ПОДХОДА
К КОМПЛЕКСНОЙ ОЦЕНКЕ РАЗВИТИЯ
ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ СТРАН МИРА
(НА ПРИМЕРЕ СТРАН ЕВРОПЕЙСКОГО СОЮЗА)****Резюме**

Проведено теоретическое обобщение результатов исследования проблемы оценки развития финансовых рынков, определены потенциальные факторы развития финансовых рынков, произведен обзор существующих методик оценки развития финансового рынка стран мира, выявлены их недостатки и необходимость усовершенствования, предложен усовершенствованный методический подход к комплексной оценке развития финансового рынка (групп) стран мира с использованием инструмента оценки – Композитного Индекса – на примере группы стран Европейского Союза.

Ключевые слова

Оценка развития финансовых рынков стран мира, потенциальные определяющие факторы развития, методические подходы к комплексной оценке, Композитный Индекс, страны Европейского Союза.

© Марина Власенко, 2013.

Власенко Марина, Днепропетровский национальный университет им. Олеся Гончара, Украина.

Классификация по JEL: G15, F30.

Введение

Постановка проблемы. Диспропорции глобального финансового развития и развития национальных финансовых рынков обуславливают необходимость проведения их комплексной оценки путем создания специальных инструментов с целью определения особенностей, достижений, зон риска и перспектив дальнейшего развития финансовых рынков (групп) стран мира. Однако на практике проведение такой оценки оказывается сложным заданием, так как развитие финансового рынка имеет много направлений, его невозможно измерять простыми (первичными, то есть абсолютными) показателями, поскольку они не охватывают всех аспектов такого сложного явления, как развитие финансовых рынков различных стран мира.

Правильное измерение развития финансового рынка является чрезвычайно важным для понимания влияния финансового развития на возможность решения глобальных социально-экономических проблем, в том числе сокращения бедности и улучшения качества жизни, и на общий экономический рост стран мира.

Анализ последних исследований и публикаций. Исследованием факторов, влияющих на развитие финансового рынка страны, занимались многие отечественные и зарубежные ученые, среди них Д. Ачемоглу, Т. Бек, Дж. Грубер, Л. Зингалес, Р. Левайн, Я. Миркин, Р. Ла Порта, Р. Раджан, Д. Родик, Б. Рубцов, А. Субраманян, Й. Хуанг, И. О. Школьник и др. Созданием методик комплексной оценки развития финансовых рынков и оценкой их влияния на другие экономические показатели и явления занимались такие авторы, как А. Абьяд, А. Демиргуч-Кунт, Р. Гойял, Л. Клаппер, С. Креан, М. Куглер, Р. Левайн, А. Модии, К. Нойссер и др.

Целью статьи является усовершенствование методического подхода к комплексной оценке развития финансовых рынков стран мира. Достижение поставленной цели представляется возможным через последовательное решение следующих задач: 1) теоретическое обобщение факторов, потенциально определяющих развитие финансовых рынков; 2) исследование существующих методических подходов к оценке развития финансового рынка и выявление их недостатков; 3) разработка собственного методического подхода к оценке развития финансовых рынков (групп) стран мира с возможностью построения Композитного Индекса в качестве интегрального

показателя развития финансового рынка на примере группы стран Европейского Союза.

Объективное изучение роли и развития финансового рынка в современной экономике предусматривает не только описание качества проходящих изменений, но и их количественную оценку. Использование инструментов оценки позволяет перевести теоретическое обсуждение роли финансового рынка в сферу макроэкономического анализа.

Любой методический подход к исследованию уровня развития финансового рынка должен начинаться с определения масштаба рынка, рассмотрения системы индикаторов, позволяющих составить полную картину значимости уровня развития финансового рынка как для отдельной страны, так и для группы государств.

В исследовании могут быть использованы показатели трех типов: первичные (абсолютные), вторичные (относительные) и синтетические (комплексные, композитные). Но следует заметить, что анализ динамики абсолютных показателей развития финансового рынка дает незначительный результат в случае проведения межгосударственных сравнений, поэтому для оценки в масштабах мировой экономики более целесообразно пользоваться относительными показателями и комплексными инструментами оценки.

Потенциальные определяющие факторы развития финансовых рынков

На сегодня ведущими учеными со всего мира собрана большая база данных качественных и количественных показателей развития финансовых рынков, выявленных во многочисленных исследованиях: от макроэкономических (инфляция, уровень дохода, уровень сбережений и т. д.) до географических, демографических и т. д. Но не все прикладные экономические исследования по развитию финансового рынка дают обоснование влиянию факторов, особенно для межгосударственного сравнения, поэтому возникает вопрос о целесообразности включения тех или иных факторов.

Поэтому одним из первых задач является определение круга потенциальных факторов развития финансовых рынков стран мира.

Большинство авторов проводит отбор факторов, основываясь на теоретических гипотезах. Одной из первых попыток определить влияние факторов на экономический рост с помощью исключительно математического подхода была работа Й. Хуанга, который использовал метод байесовского усреднения модели и определил особенную роль факторов институтов, по-

литики и географии в процессе финансового развития: институциональные факторы, макроэкономическая политика и географические факторы, объединенные в одну группу, вместе с культурными характеристиками, а также уровнем дохода страны, значительно влияют на уровень финансового развития. Из 39 факторов, взятых отдельно, юридические факторы, индекс качества управления правительства, индекс торговой политики, площадь страны, ВВП и количество населения являются наиболее важными определяющими факторами финансового развития.

Результаты, полученные Й. Хуангом, подтверждаются и в работах других авторов (Д. Ачемоглу и др. [4], Д. Доллар и А. Краай [14], В. Истерли и Р. Левайн [15], Д. Родрик и А. Субраманян [28]). Например, в исследовании В. Истерли и Р. Левайна, а также Д. Родрика и А. Субраманяна подчеркивается доминирующая роль институтов над географическими и политическими факторами, так как последние влияют на экономическое и финансовое развитие через институты. Рассмотрим подробнее факторы, потенциально влияющие на развитие финансовых рынков.

Исследование роли институтов в развитии финансового рынка развития отражается в ходе определения влияния правовой и регуляторной среды на функционирование финансовых рынков. Правовые и регуляторные системы, включающие в себя защиту прав собственности, гарантии выполнения контрактов и высокие стандарты отчетности определяются как наиболее важные факторы для развития финансового рынка стран.

Д. Ачемоглу, С. Джонсон и Дж. Робинсон [4] исследовали исторический аспект финансового развития и установили, что в колониях, где природные условия были более благоприятными для жизни европейцев, начали воссоздаваться и все институты, в том числе финансовые. В колониях, в которых условия не позволяли жить европейцам, интерес колонизаторов был лишь в ресурсах: здесь не создавались правовые и политические институты, частная собственность не была защищена. Европейцы создавали колониальные государства либо поддерживали местные авторитарные режимы, чтоб обеспечить переток ресурсов. Поэтому созданные в таких странах политические структуры мешали долгосрочному экономическому росту. Эти политические и экономические институты сохранили свои характеристики до настоящего дня.

Исследователи влияния правовых традиций [22] на формирование финансового рынка рассматривают финансовые взаимосвязи через призму контрактных отношений, степень выполнения которых зависит от существующих в стране норм и механизмов принуждения исполнения контрактных обязательств. К. Майер и О. Сассман [24] акцентируют внимание на важности раскрытия информации, стандартов отчетности, банковской практики для развития финансового рынка.

Политическая система и структура собственности, в свою очередь, определяют систему экономических интересов в стране и, соответственно, структуру финансового рынка. Для эффективного развития рынка капитала необходимо, чтоб структура собственности в стране имела как собственников, которые располагают значительным капиталом в своем распоряжении, так и мелких собственников, что позволит сформировать оптимальную структуру рынка капитала в стране. Причиной роста финансовых рынков в 1990-х гг. считается ослабление государственного вмешательства в экономику, либерализация и отмена ограничений на движение капиталов. Я. М. Миркин отмечает, что «...чем ниже степень централизации ресурсов в обществе, степень его огосударствления либо степень влияния немногих наибольших собственников или корпораций, тем более развит рынок капиталов и денежный рынок, в том числе рынок ценных бумаг и срочный рынок» [3, с. 176].

Он также выделяет признаки, прямо определяющие структуру собственности в стране, роль, объем и структуру финансового рынка: 1) степень риска, принимаемого на себя населением, активность населения, инновационная составляющая в его поведении, стремление к индивидуальной экономической свободе или, наоборот, к социальной опеке, иерархичности; 2) степень подконтрольности и защищенности со стороны государства и корпораций, ожидаемая и принимаемая населением; 3) влияние религиозного и социокультурного фактора (религиозные особенности ведения экономической деятельности, «поведенческие финансы», связывающие социокультурные стандарты инвесторов, их психологию и принятие инвестиционных решений); 4) склонность к сбережению, к улучшению материальной стороны жизни, прагматичность, традиции выбора финансовых продуктов.

Преобладание больших собственников и их экономических интересов ведет к сужению финансового рынка и упрощению его структуры. И наоборот, чем более раздробленной является собственность на ресурсы, тем более объемными и разнообразными являются финансовые рынки. Теория групповых интересов Р. Раджана и Л. Зингалеса [26] подтверждает важность политических факторов для финансового развития. Они отмечают, что при отсутствии прозрачности заинтересованные лица могут иметь мотивы для блокирования развития более прозрачной и конкурентной финансовой среды. Но если одновременно внедряется торговая и финансовая открытость, заинтересованные лица получают мотивацию для поддержки финансового развития, так как она позволяет получать дополнительную прибыль за счет выхода на новые рынки, что частично компенсирует их затраты на внутреннем рынке.

Й. Хуанг [20] изучает вопрос, расширяет ли выборные права политическая либерализация, нацеленная на ограничение влияния политических элит (либо заинтересованных лиц), так как базовые политические права и гражданские свободы важны для финансового развития. Он приходит к вы-

воду, что политическая либерализация обычно следует за повышением уровня финансового развития, по крайней мере в краткосрочном периоде, что подтверждает способность институтов существенно влиять на развитие финансовых рынков. Уровень институционального развития в стране определяет сложность финансовых систем.

Чем чаще происходят изменения в политической ситуации в стране и чем более нестабильна социально-экономическая ситуация, тем более рискованный рынок формируется, незначительный по своим масштабам и спекулятивный по своему характеру. Политическая стабильность минимизирует ту часть риска страны, которая «определяется социальными или политическими условиями страны и включает в себя риск потерь в связи с действиями представителей власти, которые выражаются в отказе от исполнения обязательств...» [23].

Эконометрические анализы последних 15–20 лет подтверждают важность институционального развития, что позволяет сделать выводы о том, что страны, где: 1) хорошо защищены права кредиторов, 2) юридические системы направлены на защиту контрактных обязательств, 3) учетные стандарты позволяют получать качественную и достоверную отчетность компаний, – имеют более развитых финансовых посредников.

Политическая точка зрения на развитие финансовых рынков подчеркивает важность макроэкономической политики, открытости товарных рынков и финансовой либерализации в продвижении финансового развития. Поддержание низкого уровня инфляции и высокого уровня инвестирования положительно влияет на развитие финансовых рынков.

Я. Миркин [3, с. 60–61] отмечает, что слишком жесткая налоговая и денежная политика в фазе финансовой стабилизации, отсутствие налоговых стимулов, поддерживающих интерес, несвоевременный переход к политике стимулирования экономического роста, непродуманная либерализация счета капиталов, неправильное использование процентной политики, которая создает искусственно высокий уровень процента в одних секторах финансового рынка во вред другим, – все это примеры искривлений, способных создать серьезные деформации в структуре финансового рынка любой страны.

Еще в 70-х гг. XX в. Р. МакКинон и Э. Шоу определили, что финансовые репрессии сокращают количество и качество инвестиций, а финансовая либерализация может благоприятствовать экономическому росту через повышение уровня инвестиций и производительности. С. Классенс и др. [9] отмечают, что открытие банковской системы улучшает функционирование национальной банковской системы и качество финансовых услуг, что, в свою очередь, улучшает обслуживание клиентов и снижает показатель прибыльности местных банков. Г. Бекаерт [6] утверждает, что открытие фондовых рынков для иностранных инвесторов определенным образом делает

рынок более волатильным и синхронизирует доходность по ценным бумагам с мировой.

Исследователи Дж. Барт, Ж. Каприо и Р. Левайн [5] провели сравнительный анализ деятельности банков в более чем 60 странах для выявления влияния фактора запрета определенных видов банковской деятельности на развитие финансовых рынков и определили, что суровые ограничения отнюдь не благоприятствуют деятельности банков, а наоборот, в некоторых аспектах достаточно пагубны.

Позитивная связь между финансовой либерализацией и развитием финансовых рынков хоть и существует, но финансовая либерализация может нести в себе определенные риски. В исследовании «Приводит ли финансовая открытость к углублению внутреннего финансового рынка?» [7] специалисты Всемирного Банка приходят к выводам о положительном влиянии финансовой открытости на развитие финансовых рынков, но лишь при условии высокого уровня защиты прав инвесторов, качества институтов и торговой открытости.

Э. Прасад, Р. Раджан и А. Субраманиан [25] в своем исследовании выяснили, что финансовая открытость позитивно коррелирует с экономическим развитием в развитых странах, и негативно – в развивающихся и транзитивных странах: снижение процентных ставок в развитых странах по отношению к национальным процентным ставкам развивающихся стран не дает повышения уровня инвестирования за счет иностранных инвестиций внутри стран. Финансовая открытость лишь за счет либерализации финансовых счетов, без улучшения правовых и регуляторных факторов в стране, повысит потребление, а иностранные сбережения лишь заместят отечественные. Д. Родрик и А. Субраманиан [29] отмечают, что правительства развивающихся и транзитивных стран будут иметь возможность размещать за границей большие объемы активов и не будут заинтересованы в развитии внутреннего финансового рынка, в то время как местные частные инвесторы будут иметь меньше стимулов для лоббирования реформ в своей стране, если им будет разрешено размещать свои активы за границей.

С. Дьянков и др. [13] подтверждают, что открытие финансовых рынков без адекватной институциональной и юридической среды может привести к более интенсивному использованию фирмами и инвесторами международных рынков не в пользу внутренним. Такая же проблема может наблюдаться, если местные долговые рынки либерализованы без достаточного укрепления национальной валюты и развития внутреннего финансового рынка.

На развитие финансовых рынков также влияют другие факторы, которые мы условно объединили в группу под названием «человеческий фактор»: его достаточно сложно измерять, но и пренебрегать им нельзя. К этой группе относятся экономическое поведение населения, финансовая грамотность и осведомленность (что является предпосылкой для создания эффективных и

прозрачных финансовых рынков, особенно в странах, которые перешли от централизованного планирования к рыночной экономике [30]).

Наиболее востребованными для использования в оценке развития финансовых рынков являются количественные факторы развития.

Количественные факторы, определяющие развитие финансового рынка, – это уровень дохода населения стран мира, характеристики развития отдельных сегментов финансового рынка, финансового посредничества и использования финансовых инструментов, финансовая глубина и т. д.

Прежде чем перейти к рассмотрению количественных факторов развития финансового рынка, следует упомянуть группу факторов доступа к финансовому рынку в разных странах мира. Для более объективного анализа необходимо не только оперировать количественными показателями развития разных сегментов финансового рынка, но и располагать информацией о том, насколько обеспечен доступ экономических агентов к финансовым услугам. То есть, эффективный финансовый рынок должен характеризоваться как высоким уровнем индикаторов развития сегментов финансового рынка, так и относительно равномерным участием экономических агентов в формировании этих показателей. Всемирный Банк назвал необходимость максимального включения населения в пользование финансовыми услугами «финансовым охватом» (от англ. «financial inclusion»).

Длительное время, до 2012 г., измерение доступа к финансовым услугам было очень сложным делом, так как основывалось на опросах лишь по отдельным странам. Существовали некоторые разночтения в методологиях проведения опросов, что создавало проблемы в сравнении данных и их дальнейшей интерпретации, но все равно такие данные были достаточно информативными.

В 2012 г. специалистами Всемирного Банка [12] была создана база данных индикаторов Глобального финансового охвата (под названием «Global Findex»), в которой представлены данные 148 стран мира, отображающие то, как люди делают сбережения, займы, платежи и управляют риском. Построенные индикаторы основаны на результатах опроса более чем 150 тысяч респондентов разных национальностей в возрасте от 15 лет на протяжении 2011 г. Хорошо функционирующий финансовый рынок любой страны выполняет важную роль путем предложения сбережений, кредитов, платежных услуг и услуг риск-менеджмента для тех, кто в них нуждается. Финансовый рынок, предоставляющий доступ к финансовым услугам без ценовых и неценовых ограничений, особенно важен для бедных людей и других незащищенных групп населения. Из-за отсутствия легкого доступа к финансированию, чтобы качественно улучшить свою жизнь или деятельность, бедные люди могут надеяться только на собственные ограниченные сбережения (если таковые имеются), представители малого и среднего бизнеса – только на свой достаточно ограниченный доход. Все это может

усилить неравномерность распределения дохода и замедлить экономический рост в будущем.

В качестве основных индикаторов доступа к финансовым услугам используются показатели количества филиалов банков и банкоматов на 1000 взрослых жителей (или на 1000 км²). Такая информация существенно расширяет представление об уровне развития финансового рынка по сравнению с традиционным анализом показателей развития сегментов финансового рынка.

Одним из наиболее важных понятий, связывающих развитие финансовых инструментов и национальных финансовых рынков разных стран мира, является финансовое углубление. Это понятие введено в середине 1980-х гг. и отражает насыщенность экономики деньгами, финансовыми инструментами и финансовыми институтами. Под финансовым углублением ученые [21; 27] понимают следующее: 1) сектора и агенты могут использовать финансовые рынки для размещения сбережений и инвестиций, в том числе на долгий срок (расширение доступа); 2) финансовые посредники и рынки способны размещать большие объемы капитала и поддерживать большой оборот без соответственного значительного изменения цен на активы (увеличение рыночной ликвидности); 3) финансовый рынок может создавать широкий выбор финансовых инструментов для распределения риска (хеджирование, диверсификация). Другими словами, финансовые глубокие рынки позволяют владельцам сбережений инвестировать в более широкий перечень качественных инвестиционных инструментов и инструментов распределения риска, а также дают возможность заемщикам получать широкий выбор инструментов финансирования и риск-менеджмента.

Также одним из наиболее важных внешних факторов является сравнительная конкурентоспособность. Конкурентоспособность финансового рынка, по определению Я. М. Миркина, – это комплекс его преимуществ и недостатков по сравнению с другими финансовыми рынками, которые формируют определенный уровень его риска, ликвидности и доходности, а также определяют степень привлекательности рынка для неспекулятивных инвесторов по сравнению с другими финансовыми рынками. Конкурентоспособность финансового рынка зависит от конкурентоспособности страны, которую оценивают международные финансовые организации, в том числе специалисты Всемирного экономического форума.

Исследование Всемирного экономического форума (ВЕФ) «О глобальной конкурентоспособности» [17] подтвердило, что между благосостоянием страны и уровнями ее экономической свободы и конкурентоспособности наблюдается тесная статистическая связь. Это свидетельствует о том, что страны с высоким уровнем экономической свободы и конкурентоспособности демонстрируют высокий экономический потенциал, влияющий на уровень благосостояния в стране. Формирование экономической политики

государства требует учета этой закономерности, особенно если главной целью политики определен рост ВВП страны.

Развитие науки и финансового рынка имеет двустороннюю направленность. Институты финансового рынка значительно влияют на динамику развития отраслей, которые ассоциируются с научно-исследовательскими работами. Например, в США фирмы, представляющие фармацевтическую и электронную промышленность, а также биотехнологии, значительно больше зависят от доступа к источникам внешнего финансирования, чем компании более традиционных отраслей, таких как сталелитейная промышленность или автомобилестроение [27, с. 107]. Поэтому развитие науки и техники является определенным каналом распространения влияния финансового рынка на экономику страны. В то же время, развитие научно-технической деятельности внутри страны провоцирует количественное и качественное развитие финансового рынка, диверсификацию финансовых инструментов и финансовых посредников. Возникновение и успешное развитие лизинга в мире является ярким примером.

Группа авторов во главе с Ю. Чанг [8] оценили важность развития финансового рынка и затрат на научные разработки для роста экспорта, используя теоретическую и эконометрическую модель. Результат показал, что финансовое развитие и затраты на научные разработки позитивно коррелируют с ростом экспорта и производства высокотехнологических товаров. Очевидно, что страны, которые хотят повысить объемы экспорта, должны увеличивать затраты на собственные научные разработки и признать их приоритетность в стратегии развития государства.

Дж. Грубер и С. Камин [19] развивают точку зрения на то, что уровень развития финансового рынка связан с глобальными дисбалансами в платежных балансах стран. Проблему дефицита платежного баланса стран освещают А. Гош и У. Рамакришнан [16]. Они отмечают, что если страна находится в состоянии негативного сальдо платежного баланса, она наращивает обязательства перед другими странами, которые нужно будет оплачивать в будущем. Если отрицательная тенденция станет долгосрочной, то платежеспособность страны поддается сомнению. Если дефицит отображает превышение импорта над экспортом, это свидетельствует о проблеме с конкурентоспособностью страны. Поэтому очевидно, что сальдо торгового баланса, объемы внешнего долга, высокотехнологичной продукции в структуре экспорта и другие внешнеэкономические и научно-технические факторы влияют на развитие финансовых рынков. Причем чрезвычайную важность получает фактор именно собственных высокотехнологичных разработок, в том числе количество патентов, зарегистрированных резидентами.

Влияние финансовых факторов на развитие финансовых рынков не вызывает сомнений ни у отечественных, ни у иностранных ученых. Поэтому большее внимание уделяется исследованию влияния именно нефинансовых факторов на развитие финансовых рынков разных стран мира. В пре-

дыдущих публикациях нами уже был проведен анализ количественных факторов развития финансового рынка [1]. Обобщая вышеуказанные результаты исследований, проведем систематизацию нефинансовых факторов, влияющих на развитие финансовых рынков, путем группировки (таблица 1).

Таблица 1

**Систематизация нефинансовых факторов,
влияющих на развитие финансовых рынков разных стран мира**

Группа факторов	Исследователи	Описание влияния
Макроэкономические и политические факторы	Я. Миркин, Р. Раджан, Л. Зингалес, Й. Хуанг, С. Классенс	Влияют через степень государственного вмешательства в экономику, качество государственного управления и бюрократии, политическую стабильность, существование запретов, а также через уровень монетизации экономики, уровень инфляции, качество управления государственными финансами и т. д.
Правовые и регуляторные факторы	К. Майер, О. Сассман, Р. Ла Порта, Т. Бэк, А. Демирчүч-Кант	Влияют через юридические и регуляторные системы стран: защиту прав собственности, гарантии исполнения обязательств, стандарты и достоверность отчетности.
Внешнеэкономические факторы	Г. Бекаерт, Дж. Барт, Ж. Шапіро, Р. Левайн	Влияют через состояние и динамику статей платежного баланса стран, объем золотовалютных резервов, уровень внешнего долга и возможность его обслуживать. Факторы финансовой либерализации и развитие валютного рынка влияют на развитие финансовых рынков, но в разных странах это влияние может быть разнонаправленным*.
Научно-технические факторы	Р. Раджан, Ю. Чанг, С. Пиенкнагура	Влияют через существование в стране высокого уровня финансирования научно-технических разработок, достаточность научных кадров и собственных патентов разработок.

* Пояснения к таблице:

- 1) Финансовая открытость позитивно влияет только на развитие финансовых рынков развитых стран, где уже существуют развитые юридические и регуляторные системы, что благоприятствует притоку финансовых ресурсов из-за рубежа. Без указанных факторов в транзитивных и развивающихся странах финансовая открытость увеличивает отток финансовых ресурсов не в пользу внутренних финансовых рынков.
- 2) Если в качестве фактора развития финансового рынка рассматривать развитие валютного рынка (в частности, валютнообменных операций), то следует указать, что в странах со слабой валютой увеличение объемов валютнообменных операций может свидетельствовать о росте недоверия населения к национальной валюте и желании держать сбережения в более стабильной валюте.

Данные нашего исследования актуализировали важность общеэкономических (макроэкономических), институциональных, в т. ч. юридических и регуляторных, внешнеэкономических и научно-технических факторов для финансового развития любой страны.

Обзор методик комплексной оценки развития финансовых рынков

Начиная с момента возникновения интереса к оценке финансового развития, методики постепенно усложнялись, в процессе исследований увеличивалось количество факторов, стран, временных периодов.

Сначала для оценки развития финансовых рынков использовались относительные показатели: отдельно анализировались показатели развития банковских систем и рынков ценных бумаг в разных временных периодах и с привлечением разного количества стран, в основном экономически развитых. Результатом таких исследований стало выделение факторов, влияющих на развитие финансовых рынков.

Один из первых комплексных инструментов оценки развития финансовых рынков был предложен в 1993 г. Р. Кингом и Р. Левайном [21]. Авторы использовали данные 80 стран в период 1960–1989 гг. для исследования, действительно ли более высокие уровни финансового развития коррелируют с более высокими текущими и будущими темпами роста экономик, накопления капитала и экономической эффективности. Предложенный ими индикатор включал 4 субиндекса.

И хотя данная работа уже является примером более комплексной оценки, параллельно другие авторы продолжали проведение исследования отдельных показателей вторичного типа с целью расширения панели новых индикаторов, которые в будущем будут включены в комплексные расчеты других исследователей (П. Деметриадес и К. Хуссейн, П. Руссо, К. Нойссер и М. Куглер; Э. Гельбард и С. Перейра Лейте; А. Абьяд и А. Модии, Ф. Лейн и Дж. Милеси-Феретти; Дж. Джу и Ш. Вей и т. д.). Ценность таких исследований состоит в более узком и тщательном исследовании отдельных групп стран на разных этапах развития. Фактически создание инструментов комплексной оценки началось во 2-й половине 2000-х гг., обзор которых уже был проведен нами в предыдущих публикациях [2].

Последние данные касательно инструментов оценки развития финансового рынка связаны с появлением в 2012 г. публикации Всемирного Банка, посвященной новому ежегодному исследованию «Global financial development report» (Отчет о глобальном финансовом развитии). На основе

предыдущих собственных исследований [10; 11; 12] Всемирный Банк разработал относительно простую концептуальную систему измерения «4 x 2» для исследований развития финансовых рынков разных стран мира. Данная система содержит 4 набора переменных, характеризующих хорошо функционирующий финансовый рынок: финансовая глубина, доступ, эффективность и стабильность (таблица 2).

Весомым вкладом в исследование темы развития финансовых рынков стала работа специалистов Всемирного Банка по оценке финансового охвата [12]. Индекс Глобального финансового охвата, предложенный в данной работе, содержит 4 панели индикаторов (4 субиндекса).

Важность и необходимость включения в расчеты всех факторов, предложенных в последней методике Всемирного Банка, безусловно, очевидна, но значения многих из них отсутствуют в общедоступных базах данных по финансовому развитию (Всемирного Банка, Банка международных расчетов, Международного валютного фонда, Всемирного экономического форума и т. д.), что усложняет проведение расчетов и уменьшает достоверность полученного конечного показателя. Это касается не только развивающихся и транзитивных стран, но и стран с развитым финансовым рынком, что обуславливает практическое несовершенство концепции, предложенной Всемирным Банком. Поэтому в нашем исследовании и расчетах мы будем пользоваться принципом максимального присутствия факторов для формирования результативного показателя.

Таблица 2

Концептуальная система исследования развития финансовых рынков, предложенная Всемирным Банком [18, с. 23]

	Институты	Рынки
Глубина	Кредит частному сектору к ВВП Активы финансовых институтов до ВВП M2 до ВВП Депозиты к ВВП Прибавочная стоимость, созданная финансовым сектором, к ВВП	Капитализация рынка акций и задолженность по частным долговым ценным бумагам к ВВП Частные долговые ценные бумаги к ВВП Государственные ценные бумаги к ВВП Международные долговые ценные бумаги к ВВП Капитализация фондового рынка к ВВП Объем торговли ценными бумагами к ВВП
Доступ	Количество счетов в коммерческих банках на 1000 человек Количество филиалов коммерческих банков на 100 000 человек	Процент рыночной капитализации компаний, исключая топ-10 крупнейших компаний Процент торговли ценными бумагами, исключая топ-10 крупнейших компаний

	Институты	Рынки
	% людей, имеющих банковский счет (опрос) % фирм, имеющих открытую кредитную линию (все фирмы) % фирм, имеющих открытую кредитную линию (малые предприятия)	Государственные облигации (3-месячные и 10-летние) Соотношение внутренних ценных бумаг и общего объема ценных бумаг Соотношение частных ценных бумаг и общего объема ценных бумаг (внутренних) Новые выпуски корпоративных облигаций к ВВП
Эффективность	Чистая процентная маржа Ссудно-депозитный спред Непроцентный доход к общему доходу Накладные расходы (% общих активов) Рентабельность (активов, капитала) Индикатор Boone или Herfindahl	Оборачиваемость акций Синхронность цен Инсайдерская торговля Ценовое влияние Ликвидность/транзакционные издержки Спред по гос. облигациям Оборот облигаций (частных, публичных) на биржах Эффективность расчетов
Стабильность	Индикатор Z-score Норматив адекватности капитала Норматив качества активов Норматив ликвидности Другие (отношение чистой позиции по иностранной валюте к капиталу)	Волатильность (стандартное отклонение / среднее) индексов на цены на акции, индекс на суверенные облигации; Ассиметрия индекса (на акции, суверенные облигации) Чувствительность к манипуляциям Соотношение цены и доходности Дюрация Соотношение краткосрочных облигаций к общему объему облигаций (внутренних, международных) Корреляция с доходностью эталонных облигаций (немецких, американских)

Проведем критический анализ существующих методических подходов к оценке развития финансовых рынков (таблица 3).

С учетом недостатков существующих методических подходов, разработанных в теоретических трудах ведущими учеными и мировой практикой, нами была разработана собственная Методика расчета Композитного Индекса (далее КИ) для оценки уровня развития финансового рынка (групп) стран мира. Данная Методика отличается от существующих тем, что с ее помощью можно исследовать и оценивать развитие финансового рынка не в пространстве, а во времени с возможностью проведения международного сопоставления. К преимуществам данной Методики можно также отнести большую достоверность, так как при отборе факторов для исследования учитывалось их максимальное наличие.

Таблица 3

Критический анализ существующих методик комплексной оценки развития финансовых рынков

Автор	Описание методики	Недостатки
Р. Кинг и Р. Левайн (1993 г.)	Одна из первых методик комплексной оценки развития финансовых рынков большого количества стран (80 стран). Период анализа: 1960–1989 г. Использовано 4 финансовых индикатора и 4 индикатора экономического развития.	Отсутствует единый интегральный показатель.
Й. Хуанг (2005 г.)	Период анализа: 1990–2001 г. Исследовано 4 направления (институты, политика, география и «другие факторы»). Выявлены наиболее влияющие факторы – институциональные и политические.	По данной методике невозможно произвести международные и межвременные сравнения.
МВФ (2006 г.)	Индекс рассчитывается по данным 18 зрелых экономик (период расчета: 1995–2004 г.), содержит 3 субиндекса (традиционные финансовое посредничество, новое финансовое посредничество, финансовые рынки).	Возможен расчет финансового развития лишь 18 зрелых экономик, а данные по отобранным факторам других стран отсутствуют. Нет единого интегрального индикатора развития финансового рынка.
С. Креан, Р. Гойял, А. Мобарак и Р. Саб (2007 г.)	Предложен индекс финансового развития для группы стран Среднего Востока и Северной Африки. 6 разных направлений финансового развития: 1) размер, структура и эффективность банковского сектора; 2) развитие небанковского финансового сектора; 3) качество банковского регулирования и надзора; 4) развитие монетарного сектора и монетарной политики; 5) открытость финансового сектора и 6) институциональная среда. Данные собирались с помощью опроса.	Чрезмерное внимание уделяется не развитию финансового рынка и финансовых инструментов, а существующим запретам или ограничениям, в частности, на обмен иностранных валют внутри страны, и прочим вопросам, не актуальным для более развитых стран, например, приватизации банковского сектора.
Всемирный экономический форум (ВЭФ) (2008 г.)	Исследовано 55 стран мира (количество стран ежегодно увеличивается) по 7 субиндексам: 1) политики и институты (институциональная среда, бизнес-среда и финансовая стабильность); 2) финансовое посредничество (банковские финансовые услуги, небанковские финансовые услуги и финансовые рынки); 3) доступ к финансированию. Интегральный показатель – Индекс – пересматривается ежегодно.	Уделяется очень большое внимание рынкам деривативов, большинство из которых фактически отсутствуют в финансово менее развитых странах, либо отсутствует статистическая информация о них, что ограничивает потенциальное количество исследуемых стран.
Всемирный банк (2012 г.)	Предложена концептуальная система измерения «4 x 2». Факторы: финансовая глубина, доступ, эффективность и стабильность. Направления: финансовые институты и финансовые рынки.	Отсутствие предложенных факторов для большинства стран. Нет единого интегрального показателя.

Индикаторы, которые используются нами для оценки развития финансового рынка, объединены в 4 группы, а каждая группа характеризуется соответствующим субиндексом (I_1, I_2, I_3 та I_4): 1) общеэкономические и политические факторы (11 показателей); 2) правовые и регуляторные факторы (5 показателей); 3) факторы развития финансового рынка (финансовые инструменты, финансовые учреждения и доступ к финансовому рынку – всего 32 показателя); 4) внешнеэкономические и научно-технические факторы (11 показателей). Так как все отобранные факторы имеют разные единицы измерения, была проведена процедура их нормализации, в результате которой они все получили значение от 0 до 1. Затем по методу средневзвешенного определим значение комплексного показателя развития – КИ – по исследуемым годам, применив аддитивную индексную модель (развернутый вид):

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

где I – значения субиндексов;

n – весовые коэффициенты (0,16; 0,10; 0,55 и 0,19 для каждого субиндекса, в соответствии с количеством факторов в каждой группе).

Используя метод цепных подстановок, была проведена оценка влияния каждого из взвешенных субиндексов на результат и динамику КИ.

По предложенной Методике нами было проведено исследование развития финансовых рынков стран Европейского Союза. Для создания базы данных исследования были использованы статистические данные таких организаций, как Всемирный Банк, Международный валютный фонд, Банк международных расчетов, Организация экономического сотрудничества и развития, Всемирная федерация бирж, Всемирный экономический форум и Евростат – статистическая служба Европейского Союза. Также в расчетах использовались статистические данные организаций, исследующих отдельные социально-экономические явления: Heritage foundation (экономические свободы и верховенство права), Transparency international (исследование уровня коррупции), Political risk services group (политические риски), Leaseurope (лизинг), Factors Chain International (факторинг), Swiss Re (страхование) и др.

Было обработано и нормализовано более 10 000 числовых значений, проведены расчеты по 59 показателям, объединенных в 4 группы индикаторов, представленных в виде субиндексов (агрегированных факторов) развития финансового рынка выбранной группы стран. Результаты оценки финансового рынка данной группы стран показаны в таблице 4.

Для того чтоб наглядно проследить динамику значения рассчитанного КИ, построим график (рисунок 1).

Таблица 4

Значение взвешенных субиндексов и Композитного Индекса развития финансового рынка стран Европейского Союза (2005–2011 гг.)

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

Рисунок 1

Значение КИ развития финансового рынка стран ЕС

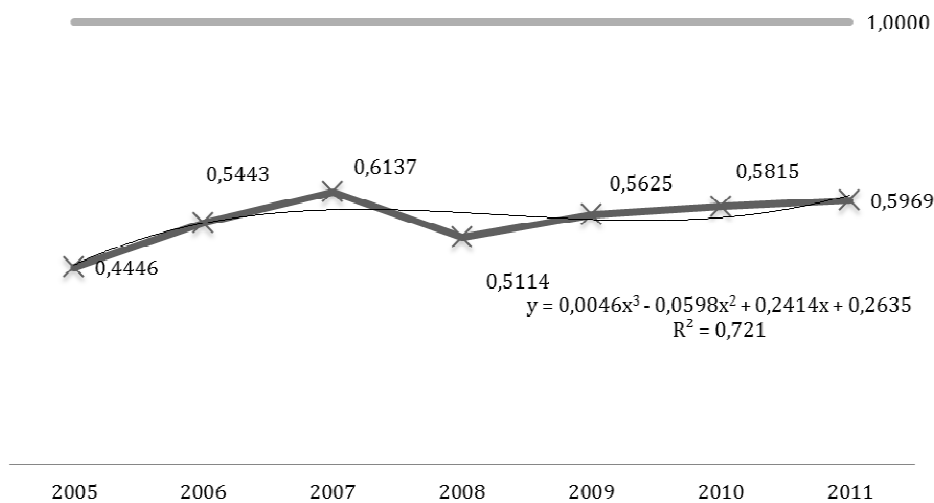
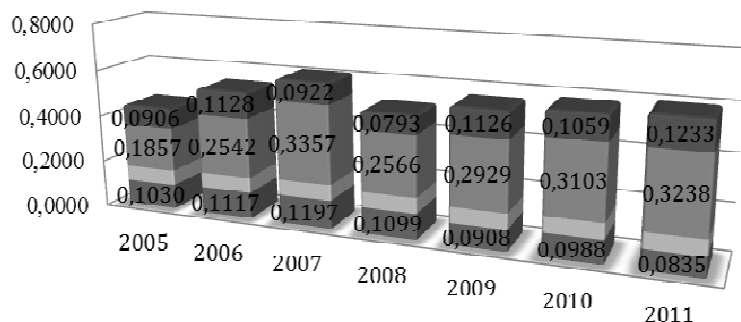


График динамики значения КИ имеет вид параболы (трехстепенного полинома) с нисходящей тенденцией в 2008 г., что совпадает с началом мирового финансового кризиса. Данные расчета, отображенные на рисунке 1, показывают, что финансовый рынок стран Европейского Союза находится в процессе посткризисного восстановления, но докризисный уровень, по состоянию на конец 2011 г., еще не достигнут.

Следует заметить, что вклад в увеличение значения КИ каждого из субиндексов разный (что отображено на рисунке 2). Влияние каждого из агрегированных факторов было рассчитано по методу цепных подстановок, и результаты расчетов приведены в таблице 5 (таблица отклонений).

Рисунок 2

**Структура и динамика взвешенного КИ развития
финансового рынка стран Европейского Союза**



На протяжении рассматриваемого периода увеличивается вклад 3-го и 4-го субиндексов при сохранении относительно стабильного значения 2-го субиндекса и сокращении вклада 1-го субиндекса в динамику структуры КИ развития финансового рынка Европейского Союза.

Отобразим динамику отклонений графически на рисунке 3 и проведем анализ влияния каждого из субиндексов на результирующий показатель – КИИ.

Макроэкономические и политические факторы оказывали положительное влияние на развитие финансовых рынков в период до 2008 г. и в 2010 г. – в результате активной борьбы с финансовым кризисом. Но уже в 2011 г. именно макроэкономические и политические факторы оказали отри-

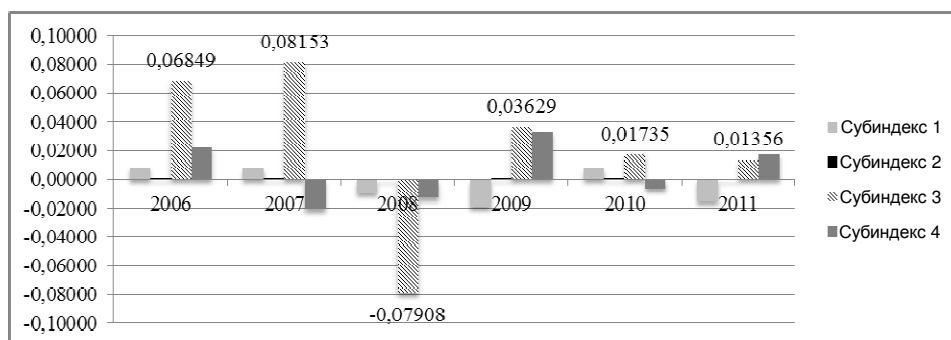
цательное влияние за счет ухудшения таких показателей, как повышение объемов государственного долга, повышение темпов инфляции, постоянное сокращение валовых сбережений и накопления капитала. Следует отметить, что макроэкономические проблемы, вылившиеся в долговой кризис, начались еще в 2010 г. К сожалению, до настоящего дня эту проблему не удалось окончательно решить.

Таблица 5

Оценка влияния всех субиндексов на результат Композитного Индекса

	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Субиндекс I ₁	+0,00874	+0,00806	-0,00984	-0,01907	+0,00799	-0,01529
Субиндекс I ₂	+0,00022	+0,00036	-0,00041	+0,00059	+0,00030	-0,00019
Субиндекс I ₃	+0,06849	+0,08153	-0,07908	+0,03629	+0,01735	+0,01356
Субиндекс I ₄	+0,02221	-0,02054	-0,01292	+0,03328	-0,00665	+0,01732
Общее отклонение	+0,09966	+0,06940	-0,10225	+0,05109	+0,01899	+0,01540

Рисунок 3

Влияние отклонений значений субиндексов на КИ

В соответствии с результатами проведенного анализа, наиболее стабильной группой можно признать правовые и регуляторные факторы: страны ЕС имеют стабильно высокие значения индекса защиты прав инвесторов, раскрытия информации о кредитных операциях, соответствия стандартам отчетности (прозрачности раскрытия информации), законодательства о залоге и банкротстве, а также верховенства права, что позитивно влияет не только на развитие финансового рынка, но и на социально-экономическое развитие этой группы стран.

Рассматривая влияние 3-го и 4-го субиндексов, можно отметить, что в период 2006–2007 гг. наиболее положительное влияние на развитие финансового рынка оказывали увеличение объемов финансовых активов и финансовых инструментов, позитивные результаты деятельности финансовых посредников и улучшение показателей доступа к финансовому рынку. Но уже в 2007 г. наметились негативные тенденции, спровоцированные группой внешнеэкономических и научно-технических факторов, которые могут считаться предвестниками вскоре начавшего кризиса: произошло сокращение объема чистого потока портфельных иностранных инвестиций, увеличился дефицит торгового баланса при одновременном сокращении удельного веса наукоемких товаров в структуре экспорта, ухудшилась международная инвестиционная позиция.

Значение КИ в 2008 г. снизилось до своего минимума за рассматриваемый период. Свой вклад в уменьшение значения результативного показателя внесли все субиндексы, но наибольшее влияние оказал 3-й субиндекс. Это наибольший субиндекс по количеству факторов, на нем более всего отобразился финансовый кризис, поэтому рассмотрим его более детально.

В нижеприведенных трех таблицах будут отображены изменения значений факторов, входящих в состав 3-го субиндекса (до процедуры нормализации) и сгруппированных по признаку восстановления к 2011 г. Значения факторов, указанных в таблице 6, с началом финансового кризиса 2008 г. уменьшились (увеличились – для дестимуляторов (д)) и все еще не восстановились до уровня докризисных значений.

Значения факторов, приведенных в таблице 7, с началом финансового кризиса 2008 г. уменьшились (повысились – для дестимуляторов (д)), но к 2011 г. возобновились и даже превысили докризисные значения.

В таблице 8 приведены факторы, на которые финансовый кризис не повлиял, так как их значения продолжали расти на протяжении всего исследуемого периода. Эти факторы составляют устойчивую основу для посткризисного финансового восстановления.

Таблица 6

**Факторы, значения которых ухудшились в 2008 г.
и до 2011 г. не восстановились ***

Перечень факторов	2007	2008	2011
Лизинг, общий объем задолженности, % от ВВП	6,98	6,95	5,25
Лизинг, объем новых контрактов, % от ВВП	3,63	3,19	1,83
Капитализация рынка акций, % от ВВП	74,03	55,65	44,63
Прирост активов ИСИ, %	0,73	0,45	0,62
(д)Просроченные банк. кредиты, % от общ. объема кредитов**	2,02	2,66	7,03
Рыночная капитализация листинговых компаний, % от ВВП	77,76	30,61	32,56
Показатель оборачиваемости ценных бумаг, %	88,61	73,43	59,12
Чистая процентная маржа	1,92	1,91	1,74
Рентабельность активов банков (ROA)	1,03	0,27	0,14
Рентабельность капитала банков (ROE)	14,46	0,76	0,75
Легкость доступа к кредитованию (баллов из 7)	4,92	3,06	3,45
Легкость доступа к фондовому рынку (баллов из 7)	5,14	4,02	3,89
Доступ к венчурному финансированию (баллов из 7)	4,20	3,34	3,00
Количество банкоматов на 1000 кв. км.	108,91	113,24	105,51
Количество филиалов ком. банков на 100 тыс. человек	43,77	43,81	42,27

*Рассчитано автором;

** д – факторы-дестимуляторы.

Таблица 7

**Факторы, значение которых ухудшилось в 2008 г.,
но к 2011 г. восстановились ***

Перечень факторов	2007	2008	2011
Активы негосударственных пенсионных фондов, % от ВВП	21,42	18,88	23,89
Премии страхования (кроме страхования жизни), % от ВВП	2,81	2,51	3,77
Капитализация рынка внутренних гос.облигаций, % от ВВП	37,08	35,50	37,82
Международные долговые ценные бумаги, % от ВВП	56,01	55,42	74,40

Перечень факторов	2007	2008	2011
(д) Среднее значение процентной ставки по кредитам, %	7,29	7,67	5,55
Норматив адекватности регулятивного капитала, %;	6,70	6,46	7,52
Количество филиалов коммерческих банков на 1,000 кв. км;	63,36	63,31	66,29

*Расчитано автором;

** д – факторы-дестимуляторы.

Таблица 8

Факторы, значения которых росли на протяжении всего исследуемого периода (в т. ч. в период финансового кризиса)*

Перечень факторов	2007	2008	2011
Премии страхования жизни, % от ВВП	5,10	5,19	6,80
Факторинг (задолженность по контрактам), % от ВВП	5,71	5,83	6,89
Капитализация рынка внутр. частн. облигаций, % от ВВП	36,22	37,46	43,90
Внутренний кредит, выданный частн. сектору, % от ВВП	114,83	122,33	127,57
Активы коммерческих банков, % от ВВП	115,63	121,98	145,09
Объем депозитов в коммерческих банках, % от ВВП	122,58	122,95	122,88
Кредиты, выданные коммерческими банками, % от ВВП	122,37	131,35	127,20
Внутренний кредит, выданный банк. сектором (% до ВВП)	121,09	129,32	140,20
Покрытие кредитных бюро (% взрослых граждан)	34,01	37,33	46,57
Количество банкоматов на 100 000 человек	81,02	84,40	81,72

*Расчитано автором.

Таким образом, можно сделать вывод о положительных тенденциях в развитии финансового рынка стран Европейского Союза, так как основополагающие институциональные факторы развития финансового рынка имеют высокие значения, несмотря на временные кризисные явления. Для повышения уровня развития финансовых рынков и решения проблемных вопросов странам Европейского Союза следует обратить внимание на решение

проблем с государственными финансами (рост государственного долга при сокращении прироста ВВП), внешнеэкономическими дисбалансами (негативное сальдо торгового баланса), и улучшение условий функционирования для финансовых посредников, предоставляющих финансовые услуги долгосрочного типа и обеспечивающих финансовый рынок «длинными» деньгами (институциональные инвесторы, компании по страхованию жизни, негосударственные пенсионные фонды, лизинговые компании и т. д.).

Выводы

Теоретическое обобщение факторов, потенциально влияющих на развитие финансовых рынков, показало, что развитие финансовых рынков стран мира наиболее зависимо от факторов институционального развития, сбалансированной политики свобод и ограничений, финансовой глубины экономики, доступа к финансированию (финансового охвата), внешнеэкономических факторов и уровня развития науки и техники, а также ряда субъективных «человеческих» факторов.

Начиная с момента возникновения интереса к оценке развития финансовых рынков, методики постоянно усложнялись. Сначала для оценки развития финансовых рынков использовались отдельные относительные показатели, а создание инструментов комплексной оценки фактически началось во 2-й половине 2000-х гг. Основными недостатками существующих методик являются неуниверсальность (есть возможность расчета значения индикатора только в пространстве, чрезмерная концентрация на отдельных группах стран), упущение фактов развития отдельных финансовых инструментов (кроме банковских кредитов, акций и облигаций) и отсутствие данных по многим предложенным индикаторам, что ухудшает конечный результат.

С целью нивелирования выявленных недостатков мы разработали усовершенствованную Методику расчета Композитного Индекса для оценки уровня развития финансового рынка (групп) стран мира, которая отличается от существующих возможностью проведения исследования развития финансового рынка не только в пространстве, но и во времени. Отобранные факторы объединены в 4 группы (субиндекса), по которым проведен расчет Композитного Индекса развития финансового рынка стран Европейского Союза и сделаны выводы о положительных тенденциях.

Литература

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 доступа: 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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: 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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: 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 доступа: <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 доступа: 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 доступа: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/basics/current.htm>.
 17. Global competitiveness report 2010 (Звіт ВЕФ з глобальної конкурентоспроможності 2010). – Режим доступа: <http://www.weforum.org/issues/global-competitiveness>.
 18. Global financial development report – 2013. – Режим доступа: 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 доступа: <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 доступа: 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. –

- Р. 717–736. – Режим доступа: 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 доступа: <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 доступа: <http://www.bis.org/publ/bcbssc122.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 доступа: 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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: <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 доступа: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1619168.