

Володимир СВІРСЬКИЙ

## **ВПЛИВ ФІНАНСОВОГО СЕКТОРУ НА ЕКОНОМІЧНЕ ЗРОСТАННЯ: РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ ЕМПІРИЧНИХ ГІПОТЕЗ ТА НАУКОВИХ ПАРАДИГМ СУЧАСНОЇ СВІТОВОЇ НАУКИ**

---

*Розглянуто ключові концептуальні гіпотези та наукові теорії взаємозв'язку фінансового та реального секторів економіки. Встановлено, що підвищення рівня розвитку фінансового сектору має наслідком досягнення вищих темпів економічного зростання у майбутньому, сприяє зниженню рівня бідності та зменшенню соціальної нерівності.*

---

Економічні трансформації, що відбуваються у вітчизняній економіці впродовж останніх десятиріч, та необхідність її посткризового відновлення потребують глибоких структурних перетворень економічних відносин і вдосконалення та розробки нових підходів, спрямованих на створення дієвих інституційних і фінансових підвалин стимулювання розвитку економіки. Досвід розвинутих країн свідчить, що успішність формування довгострокової стратегії інвестиційно-інноваційної моделі економічного розвитку дедалі більше залежатиме від посилення ролі фінансового сектору в забезпеченні економічного зростання, наявних у нього інвестиційних можливостей, ефективності залучення фінансових ресурсів у процес розширеного відтворення. Все це і визначає актуальність обраної теми дослідження.

Упродовж багатьох століть вчені-економісти різних наукових течій та шкіл приділяли чимало уваги проблематиці значення та ролі фінансів для розвитку суспільства (У. Бейджхот, М. Бунге, Р. Гільфердінг, Д. Кейнс, К. Маркс, Д. Мілль, К. Рау, А. Сміт, Й. Шумпетер, Д. Юм та інші), однак

початок безпосереднього дослідження питання взаємозв'язку функціонування фінансового та реального сектору економіки датується 50–70 рр. минулого століття. Важливу роль у дослідженні згаданої проблематики відіграють праці таких зарубіжних вчених, як: Д. Гарлі, А. Гершенкрона, Р. Камерона, Р. Маккінона, Х. Мінські, Х. Патріка, Е. Шоу, які заклали фундаментальні засади розгляду проблематики функціонування фінансової системи саме у контексті її впливу на реальний сектор економіки. Нині є ціла низка історичних, теоретичних та емпіричних підтверджень того, що прискорення темпів соціально-економічного розвитку держави значною мірою визначається рівнем розвитку та ефективним функціонуванням фінансового сектору (роботи Ф. Алена, Т. Бека, З. Боді, Л. Григор'єва, П. Деметріадеса, А. Деміргуч-Кунта, Л. Зінгалеса, Д. Крука, Р. Левайна, Р. Мертона, Р. Раджана, П. Руссо, Я. Сергієнка, Р. Сілли, Д. Стігліца, М. Столбова, М. Фельдштейна, Д. Фінка, П. Хаїса). На початку 90-х рр. XX ст. наукові пошуки у цій сфері були виокремлені дослідження під назвою “Фінанси та зростання” (“Finance-Growth Nexus”) та зосереджені

на з'ясуванні таких основних проблем: який характер зв'язку між фінансовим та реальним сектором економіки; яким чином функціонування фінансового сектору впливає на прискорення темпів економічного зростання (механізм впливу); які детермінанти розвитку власне самого фінансового сектору.

Метою дослідження є з'ясування ролі фінансового сектору у забезпеченні економічного зростання на основі ретроспективного огляду надбань сучасної світової науки.

Посилення впливу фінансового сектору на функціонування економічної системи обумовлює необхідність більш детального дослідження його ролі у забезпеченні економічного зростання в сучасних умовах. На думку багатьох зарубіжних дослідників, промислова революція, бурхливий розвиток торгівлі у Нідерландах (1600–1794), Великобританії (1700–1850), США (1790–1850) та Японії (1880–1913) відбулись саме завдяки появі та розвитку фінансових секторів цих країн [1-3]. Український вчений М. Бунге також вважав, що прискорений розвиток європейської цивілізації став можливим завдяки саме її фінансовому сектору, зокрема кредитним установам. Очевидно, що для будівництва залізниць, каналів, флотів, соціальної інфраструктури, розвитку промисловості і торгівлі тощо необхідні були чималі обсяги коштів. “Незначні капітали, що перебувають в руках окремих осіб, зазвичай є безсилими, слабкими, – зазначає М. Бунге. Банк накопичує їх у великі маси, приймаючи у вигляді малих вкладів та видає великі кредити. Промислові товариства досягають тієї ж мети шляхом випуску акцій, а держава – через випуск облігацій” [3, 364].

Важливу роль у прискоренні розвитку британської економіки та торгівлі у XVIII–XIX ст. відіграв фінансовий сектор. Саме банківська система країни, за словами У. Бейджота, була “тією розкішшю”, яка акумулювала та дозволяла отримати

кошти, необхідні для реалізації нових підприємницьких проектів, що мали важливе значення для розвитку економіки країни. “Нові” підприємці починали працювати в умовах обмеженості власних фінансових ресурсів, а також ще не отримали прибутку, який можна було би реінвестувати з метою розширення своєї діяльності. Тому саме вони стали каталізаторами інновацій, бо лише останні дали їм шанс на виживання. У. Бейджот вважав, що підприємницька активність, вміння та знання не будуть реалізовані у країнах, де утруднений доступ до кредитних ресурсів. Фінансовий сектор Британії дав поштовх до розвитку їх господарської діяльності, що згодом стало рушієм економічного зростання [4].

На рубежі XIX–XX ст. трансформаційні процеси в економіці відбувалися й в інших країнах Європи. Бурхливий розвиток текстильної промисловості, будівництво залізниць – цим структурним зрушенням світової економіки передувало розвиток фінансового сектору. Аналізу процесу промислового зростання у Європі, його монополізації та зв'язку із фінансовим сектором і були присвячені роботи Р. Гільфердінга [5]. Досліджуючи злиття промислового та банківського капіталів у єдиний фінансовий капітал, учений розглядав функціонування картелів чи трастів, схожих на сучасні фінансово-промислові групи, які реалізовували великі інфраструктурні проекти. Відтак, формування фінансового капіталу сприяло економічному зростанню.

Схожі міркування знаходимо у “Теорії економічного розвитку” Й. Шумпетера [6]. Саме поява “нових комбінацій” – нових товарів, способів виробництва, ринків збуту, нових форм організації управління тощо, які приходять на зміну менш ефективним старим, спричиняє так званий ефект “творчого руйнування”, внаслідок якого і відбувається економічне піднесення. Однак такі

процеси у національному господарстві, на думку Й. Шумпетера, не можуть фінансуватися лише за рахунок коштів підприємців, а потребують кредиту. При цьому автор зазначає про різні можливості доступу до кредитних ресурсів для вже існуючих і нових підприємств. Перші мають перевагу, оскільки забезпечені майном, мають певний авторитет та вже налагоджені зв'язки із фінансовими інституціями [6, 163].

Наприкінці XIX ст. – початку XX ст. сформовано два, по суті, альтернативні наукові напрями, що досліджували процеси економічного зростання: неокласичний (маржиналістський) та кейнсіанський. Постулати доктрини вільного ринку (*laissez faire*), що базувалась на основі саморегулювання та невтручання держави у економіку, поступово почали втрачати свою дієздатність, що зрештою і стало причиною світової економічної кризи 1929–1933 рр. Все це змусило переглянути пануючу на той час ліберальну концепцію неокласицизму та зумовило виникнення нового теоретичного вчення – кейнсіанства. Дж. Кейнс вважав, що нові тенденції ринкового господарства потребують нових теоретичних підходів, що були б здатні заповнити прогалини класичної теорії для “з'ясування умов, яких потребує вільна гра економічних сил для того, щоб вона могла привести до реалізації всіх потенційних можливостей виробництва” [7, 429].

Кейнсіанський підхід до економічного зростання ґрунтувався на основі мультиплікатора інвестицій. Д. Кейнс пропонує нарощувати інвестиції шляхом стимулювання сукупного попиту, що складається із двох компонентів – споживчого та інвестиційного. Забезпечення останнього на належному рівні наштовхується на проблему перетворення заощаджень у інвестиції. На відміну від усталеного у неокласичній теорії підходу про їх повну та автоматичну трансформацію, Д. Кейнс доводить, що вона мож-

лива лише в умовах вільної конкуренції. Відтак, на його думку, забезпечення такої рівності є одним із найважливіших завдань економічної політики держави. Основою стимулювання сукупного попиту, на думку вченого, мало стати використання фінансових інструментів та механізмів, а саме державних видатків та податків, регулювання банківського процента.

На практиці до початку 70-х рр. XX ст. кейнсіанська політика стимулювання сукупного попиту в цілому давала стійкі позитивні результати. Однак дестабілізація грошово-кредитної сфери, дефіцити державного бюджету, спричинені зростанням бюджетних видатків, бюрократизація системи бюджетного інвестування тощо призвели до стагфляції та викликали різку критику кейнсіанської теорії регулювання. Все це зумовило відродження класичної теорії та перехід від постулатів “економіки попиту” до “економіки пропозиції”. Теоретичні основи побудови неокласичних моделей економічного зростання базуються на основі визначення факторів такого зростання (виробнича функція Кобба-Дугласа-Тінбергена, модель Р. Солоу). При цьому слід зауважити, у них висувається припущення рівності заощаджень та інвестицій, а власне роль фінансового сектору в їх трансформації не деталізується.

У середині XX ст. все очевиднішим стає той факт, що рівень економічного розвитку дедалі більше залежить від ступеня розвитку фінансового сектору країни. В економічній літературі все більше уваги приділяли безпосередньо взаємозв'язку між розвитком фінансового сектору та економічним зростанням. Такі дослідження були започатковані у роботах А. Гершенкрона, Х. Патріка, Е. Шоу, Р. Ґолдсмита та Р. МакКінона [8–11]. Так, Х. Патрік припускав два можливі варіанти взаємозв'язку фінансової системи та реального сектору економіки. Перший розглядає фінансову систему як

пасивну складову процесу зростання. Активізація економіки зумовлює підвищення попиту на фінансові послуги, що породжує збільшення їх пропозиції. Таку ситуацію Х. Патрік називав “слідуванням попиту”, а Дж. Робінсон “фінансами, що прямують за підприємництвом” [12]. Однак зростання пропозиції на фінансові послуги у відповідь на зростання попиту на них з боку реального сектору не завжди відбувалось автоматично, а відтак, і стримувало економічне зростання. Так, на думку А. Гершенкрона саме нерозвиненість фінансового сектору (відсутність інвестиційних банків) була основною причиною повільнішого, аніж у інших європейських країнах, промислового розвитку Італії наприкінці XVIII – на поч. XIX ст. Досліджуючи економічну історію Європи, Д. Хікс дійшов висновку, що промислова революція XVIII ст. у Великобританії відбулась саме завдяки революції фінансовій [13, 184]. Схожі результати були отримані при дослідженні історичного зв'язку між розвитком банківської системи та ранніми стадіями індустріалізації у низці інших країн Європи. Відтак, Х. Патрік розглядав протилежну ситуацію, коли розвиток фінансового сектору передує зростанню в реальному секторі економіки, наголошуючи при цьому, що такому підходу в академічних дискусіях приділено значно менше уваги. Фінансовий сектор виконує дві функції: переміщення ресурсів від традиційних (не схильних до зростання) до прогресивніших галузей економіки та стимулювання підприємницької ініціативи. Забезпечення такої мобільності капіталу є близьким до концепції фінансування інновацій Й. Шумпетера [6]. Схожі міркування висловлював і У. Бейджот [4].

На думку Х. Патріка, на практиці спостерігається взаємодія між двома вищезазначеними варіантами зв'язку фінансового сектору та економічного зростання: пропозиції, що слідує за попитом та випереджаю-

чої пропозиції. Утім, тут міркування автора є доволі незрозумілими. Спершу він зазначає, що не можна однозначно сказати, що первинність пропозиції фінансів є необхідною передумовою прискорення економічного розвитку, а згодом підкреслює, що можна стверджувати про існування їх певної послідовності. Перед тим, як встановиться стабільне промислове зростання, випереджаюча пропозиція може дати поштовх інвестиціям інноваційного характеру. У процесі економічного зростання цей ефект поступово втрачає силу і домінуючим стає своєчасне реагування фінансового сектору на попит з боку реального.

У 1969 р., на основі даних по 35 країнах за період 1896–1963 рр., Р. Голдсміт дійшов висновку, що згаданий зв'язок є нечітким і радше економічне зростання супроводжувалось, хоч і не без винятків, вищим за середній темпом розвитку фінансового сектору. Однак, як справедливо зазначає Р. Левайн, дослідження Р. Голдсміта містить низку слабких місць, а саме: а) воно охоплює обмежену кількість країн, б) не розглядає зв'язок функціонування фінансового сектору зі зростанням продуктивності та нагромадженням капіталу, в) рівень власне самого розвитку фінансового сектору асоціюється із його розмірами (активи фінансових установ / ВВП), що не зовсім адекватно відображає його функціонування, г) наявність кореляції між розмірами фінансового сектору та економічним зростанням ніяк не свідчить про причини та каузальну спрямованість. Власне сам Р. Голдсміт визнавав, що “... неможливо встановити із впевненістю напрямок механізму причинності, тобто встановити, чи фінансові фактори спричинили прискорення темпів економічного розвитку, чи фінансовий розвиток відображав економічне зростання...” [14, 704].

Дослідження наявності зв'язку між розмірами фінансового сектору та темпами

економічного зростання у країні, започатковані Р. Голдсмітом, отримали подальший розвиток у працях Р. МакКінона. Для оцінки вагомості фінансового сектору в економіці він запропонував використовувати термін “фінансове поглиблення”, що показував зростання частки фінансових активів у національному багатстві. Р. МакКінон довів, що в міру “фінансового поглиблення” економіки підвищуватимуться темпи її зростання. Дещо пізніше теорія “фінансового поглиблення” була розвинута Е. Шоу у праці “Фінансове поглиблення в економічному розвитку” (1973 р.). Відводячи важливе місце фінансовим факторам в економічному розвитку Р. МакКінон та Е. Шоу були прихильниками широкої фінансової лібералізації, ідея якої знаходила підтримку в економістів аж до початку 80-х рр. ХХ ст.

Вищезгадані роботи стали основою для численних досліджень взаємозв'язку між функціонуванням фінансового сектору та економічним зростанням. Ці дослідження проводились із широким використанням сучасних економетричних методів та базувались на дещо іншій теоретичній основі, а саме ендогенній теорії економічного зростання, неоінституціоналізмі, інформаційній та біхейвіористській економіці.

Вперше таку методологію для з'ясування взаємозв'язку між економічним зростанням та функціонуванням фінансового сектору застосували Дж. Грінвуд та Б. Джовановіч [15]. У їх дослідженні фінансовий сектор впливає на збільшення обсягів ВВП через оцінку інвестиційних проєктів. Вибираючи найпривабливіші з них із точки зору прибутковості, забезпечується більш висока віддача від капіталу. Подібно до Х. Патріка, автори розглядають наявність певного послідовного зв'язку: активізація економіки @ розвиток фінансового сектору @ економічне зростання. Відтак, чіткої відповіді на питання про каузальність

зв'язку фінансового сектору і прискорення темпів економічного зростання Дж. Грінвуд та Б. Джовановіч так і не дали.

Суттєвим внеском у з'ясування причинно-наслідкових зв'язків між рівнем розвитку фінансового сектору та прискоренням темпів економічного зростання стали дослідження Р. Кінга та Р. Левайна [16]. На відміну від своїх попередників, які для характеристики рівня розвитку фінансового сектору та його впливу на реальний сектор економіки застосовували лише показник фінансової глибини (відношення сукупних пасивів інституцій фінансового сектору до ВВП), автори запропонували використовувати чотири індикатори рівня фінансового розвитку та три показники економічного зростання, а для розрахунку їх можливих комбінацій застосувати таку рівність:

$$G(j) = a + bF(i) + gX + e, \quad (1)$$

де  $F(i)$  – середнє значення  $i$ -ого показника фінансового розвитку;  $G(j)$  – середнє значення  $j$ -ого показника зростання;  $X$  – матриця корегуючих коефіцієнтів, що враховують інші фактори впливу на економічне зростання (політична ситуація, макроекономічне становище та регулювання, рівень економічного розвитку тощо);  $e$  – похибка

Побудувавши 12 регресій по 77 країнах за період 1960–1989 рр. вони отримали коефіцієнти, що підтверджували позитивну кореляцію між згаданими показниками. На основі своїх розрахунків Р. Кінг та Р. Левайн також дійшли висновку, що підвищення рівня розвитку фінансового сектору має наслідком досягнення вищих темпів економічного зростання у наступні 10–30 років [14]. Разом з тим, автори не дали однозначної відповіді на запитання власне за рахунок чого фінансовий сектор підвищує темпи економічного зростання: завдяки збільшенню обсягів інвестицій чи в результаті їх продуктивнішої алокації та ефективнішого використання.

Варто зауважити, що результати та методологія, започаткована у згаданому дослідженні, отримали низку критичних зауважень. На думку А. Тру, якщо розширити цю інформаційну базу по кількості країн та врахувати період Азіатської кризи і після неї, то отримані результати, очевидно, будуть відрізнятись від уже існуючих [17]. По-друге, критикується і сам підхід, при якому використання широких моделей не враховує особливості окремих країн. Відтак, нещодавно з'явилося чимало досліджень проблеми зв'язку між рівнем розвитку фінансового сектору та економічним зростанням, що стосуються окремих країн чи груп країн [19; 37]. "Ці дослідження, – зазначає професор Р. Левайн у своїх більш пізніх роботах, – є дуже корисними, утім їх важко використати при здійсненні широкого міждержавного аналізу" [18]. Альтернативну позицію займає колектив австрійських науковців на чолі з професором Дж. Фінком. Дослідивши 22 ринкових та 11 країн з перехідною економікою, автори підтвердили наявність позитивної кореляції розвитку фінансового сектору та економічного зростання. Утім, такий зв'язок виявився слабшим для ринкових економік, аніж для транзитивних [19].

По-третє, у своїх дослідженнях Р. Кінг та Р. Левайн розглядали лише банківську систему, залишивши поза увагою іншу важливу складову фінансового сектору – фондові ринки. Цей недолік було враховано Р. Левайном та низкою інших науковців у процесі подальшого дослідження функціонування фінансового сектору у контексті його впливу на прискорення темпів зростання ВВП. Так, дослідивши роль ринку акцій в економічному розвитку (дослідження охопило 42 країни за період 1976–1993 рр.), Р. Левайн та С. Зервос дійшли висновку, що зростання ліквідності цього ринку (оборот/капіталізація) позитивно корелює із майбутніми темпами економічного зростання,

нагромадження капіталу та підвищенням продуктивності праці, при чому найсильніше такий вплив позначається на зростанні останньої. Втім, самі розміри ринку (капіталізація/ВВП) не впливають на прискорення темпів зростання ВВП [20]. Схожі результати отримали у своїх дослідженнях П. Русо і П. Вохтел (здійснили аналіз даних 47 країн за період 1980–1995 рр.) [21].

Окрім ліквідності фондового ринку, важливе значення має і його волатильність. Так, Ф. Арестіс, Р. Деметриадес та К. Люнтель вважають, що значні коливання фондового ринку не сприяють ефективному розподілу інвестиційних ресурсів [22]. Дослідивши вплив фондового ринку на окремі галузі у 65 країнах із різним рівнем економічного розвитку, Д. Варглер отримав доволі цікаві результати. Так, у розвинутих країнах фондовий ринок сприяє припливу інвестицій у зростаючі галузі економіки та їх скороченню у стагнуючі. Для країн, що розвиваються, така закономірність є зворотною [23].

Особливу увагу у фінансовій літературі приділено з'ясуванню – банківська система чи фондові ринки мають більше значення для прискорення темпів економічного зростання. З цього приводу сформовано дві альтернативні точки зору. Одна частина вчених вважає, більш ефективною є так звана банківсько-орієтована фінансова система (bank-based financial system), інші є прихильниками фінансової системи, орієтованої на фондові ринки (market-based financial system). Низка досліджень свідчать, що у конкретних умовах згадані моделі мають свої переваги та недоліки. Існує й альтернативна точка зору, започаткована у дослідженні Р. Лапорти, що акцентує увагу не на важливості розвитку якогось певного сегмента фінансової системи, а на наявності у країні добре функціонуючої правової системи [24].

Незважаючи на те, що банки та фондові ринки відіграють взаємодоповнюючу роль у

забезпеченні економічного зростання (тобто має значення насамперед розвиток фінансового сектору загалом), доведено, що на початковому етапі економічного зростання банківсько-орієнтовані фінансові системи є ефективнішими, однак у довгостроковому періоді вони мають тенденцію (звісно, що є і винятки) ставати більш фондово-орієнтованими [20]. Очевидно, що розвиток цих альтернативних механізмів залучення капіталу посилює конкуренцію у фінансовому секторі. Її наслідком є неминуче зниження відсоткових ставок, а отже, і вартості залучення ресурсів для реального сектору.

Разом з тим, темпи зростання банківського сектору у світі є повільнішими, ніж сектору небанківських фінансово-кредитних інститутів, змінюється структура банківського кредитування на користь споживчого та іпотечного кредиту. Залучення додаткових фінансових ресурсів реальним сектором дедалі частіше відбувається шляхом випуску боргових цінних паперів, а не залученням кредитів. Р. Раджан та Л. Зінгалес доводять, що розвиток фінансового сектору (насамперед фондового ринку) є необхідним для тих суб'єктів господарювання, що потребують довгострокового зовнішнього фінансування [27, 168]. Здійснивши міжгалузеві дослідження, автори дійшли висновку, що ними є, як правило, нові фірми наукоємких та високотехнологічних галузей економіки, які на сучасному етапі і є локомотивами економічного зростання. "Локомотиви" сучасного економічного зростання – галузі економіки 5–6 технологічного укладу – залучають фінансові ресурси для свого розвитку в основному на ринках капіталу, зокрема венчурного, а роль банків звужується до кредитування традиційних галузей економічної діяльності. З позиції фінансової безпеки держави такі зміни у структурі фінансового механізму забезпечення реального сектору необхідними ресурсами є позитивними. Так,

якщо банкрутство позичальника може дестабілізувати банківську систему, погіршити її фінансовий стан та спричинити фінансову кризу внаслідок панічного відтоку депозитів, то банкрутство емітента цінних паперів таких наслідків не матиме через можливість диверсифікації інвестиційних портфелів [27, 134–135].

Таким чином, фондовоорієнтована фінансова система (market-based financial system) більшою мірою пристосована до забезпечення економічного зростання інтенсивного типу. Разом з тим, передумовами її ефективного функціонування є наявність надійного захисту прав інвесторів, покращення якості корпоративного управління, підвищення прозорості фінансово-господарської діяльності емітентів тощо.

Однак нині йдеться про те, що структура фінансової системи не має великого значення, а банки та фондові ринки відіграють взаємодоповнюючу роль у забезпеченні економічного зростання [26; 28]. Зокрема, Р. Левайн провів емпіричне дослідження з метою з'ясування того, чи впливає тип фінансової системи на прискорення темпів зростання економіки, побудувавши такі регресії:

$$G = a'X + bS + U(1) \quad (2)$$

$$G = c'X + dF + U(2) \quad (3)$$

$$G = f'X + hS + jF + U(3) \quad (4)$$

де:  $G$  – реальний ВВП на душу населення;  $X$  – набір традиційних детермінантів економічного зростання;  $S$  – ступінь структури фінансової системи, де більші значення  $S$  асоціюються із більш фондово-орієнтованою фінансовою системою, а менші – з банківсько-орієнтованою;  $F$  – загальний рівень розвитку фінансового сектору;  $U(i)$  – похибка.

Результати цього дослідження (обстежено дані 48 країн за період 1980–1995 рр.) показали, що для економіки країни першочерговими є якість та доступність фінансових послуг, а не те, хто саме, банки чи фондові

ринки, забезпечують їх надання. Іншими словами, для економічного зростання має значення, насамперед, розвиток та ефективне функціонування фінансового сектору в цілому, а не окремого його сегмента. Ці міркування підтверджують і дослідження грецьких учених, які, проаналізувавши 18 показників розвитку фінансового сектору за період 1994–2003 рр., розподілили країни ОЕСР на п'ять кластерів з відносно однорідними ознаками і тенденціями розвитку їх фінансових секторів. Дослідження показало, що темпи економічного розвитку країни не залежать від того, до якого кластеру її віднесено.

Вплив фінансової глобалізації, що проявляється, насамперед, у фінансовій лібералізації, є неоднозначним для економічного розвитку країни. Незважаючи на те, що в цілому міжнародна фінансова інтеграція та лібералізація руху капіталу асоціюється із зростанням ВВП, у дослідженні, яким було охоплено 57 країн за період 20–25 років, ця теза не отримала емпіричного підтвердження [29]. Відомі російські вчені Л. Красавіна та В. Ковальов також вважають, що фінансова глобалізація та лібералізація є одними із причин виникнення фінансових криз [30, 33]. За відсутності розвиненого фінансового сектору, адекватного механізму нагляду та регулювання, слабкого захисту прав інвесторів, низької якості корпоративного управління, транспарентності обліку та звітності, а також нестабільності світового фінансового середовища, фінансова лібералізація не чинить позитивного впливу на розвиток економіки країни, а підвищує її вразливість до фінансових криз.

Рівень розвитку власне самого фінансового сектору залежить, насамперед, від макроекономічного середовища його функціонування та регуляторного впливу держави. Окрім цього доведено, що цілий комплекс умов та чинників історичного, політичного, географічного та навіть релігій-

ного і культурного характеру впливають на його розвиток [2; 12; 24]. Водночас, досягнувши певної межі свого розвитку, фінансовий сектор змінює позитивний характер свого впливу на економіку на протилежний. Цю особливість відмічав ще Х. Мінські, який у рамках своєї “гіпотези фінансової нестабільності” довів, що підвищення конкуренції у фінансовому секторі та запровадження фінансових інновацій можливе лише до певної межі [31]. Нині ці міркування підтримують чимало вчених.

Для дослідження впливу фінансового сектору на економічне зростання найчастіше використовують модель акумуляції капіталу. Модель економічного зростання, доповнена фінансовим сектором, який розглядається як сукупність різних фінансових посередників (банків і учасників ринку цінних паперів), що забезпечують трансформацію заощаджень в інвестиції, матиме вигляд:

$$Y = A * K, \quad (5)$$

$$\Delta K = I - \delta * K \quad (6)$$

$$S = s * Y \quad (7)$$

$$I = S - C(S, \phi) \quad (8)$$

Рівняння (5) є виробничою функцією в моделі. Рівняння (6) описує процес накопичення капіталу: його приріст, що рівний різниці між інвестиціями й обсягом вибуваючого капіталу, який обчислюється як добуток норми амортизації і загального запасу капіталу ( $\delta * K$ ). Рівняння (7) показує, що сукупні заощадження в економіці рівні добутку норми заощаджень і національного доходу. Рівняння (8) демонструє, що трансформація заощаджень в інвестиції пов'язана з певними витратами, які в загальному випадку можна назвати витратами фінансового посередництва (financial intermediation costs). Рівняння (8) є надзвичайно важливим, адже з макроекономічної точки зору його введення означає відмову від припущення про рівність заощаджень



та інвестицій в економіці ( $I \neq S$ ). Щодо функції витрат фінансового посередництва  $C(S, \phi)$ , то вона є функцією двох змінних – ефективності фінансового сектору ( $\phi$ ) і заощаджень ( $S$ ). Чим більший обсяг заощаджень, тим вищі витрати їх трансформації в інвестиції. Дещо складніша ситуація з іншою змінною, що характеризує ефективність функціонування фінансового сектору. Для її характеристики можна використовувати декілька показників. Зокрема, для банківськоорієнтованого фінансового сектору таким показником міг би бути спред між депозитними та кредитним ставками. Важче визначити такий показник для фондовоорієнтованого фінансового сектору.

У найзагальнішому вигляді теоретичну конструкцію механізму впливу фінансового сектору на економічне зростання представлено у дослідженні Азійського банку розвитку [32]. Фінансовий сектор, здійснюючи акумуляцію та ефективне розміщення фінансових ресурсів, забезпечує розвиток державного та реального секторів економіки, сприяє макроекономічній стабільності та розвитку домогос-

подарств, впливаючи таким чином на прискорення темпів економічного зростання (рис. 1).

Очевидно, що саме по собі економічне зростання не є самоціллю фінансово-економічної політики держави. Його результати мають відобразитись у підвищенні рівня суспільного добробуту. Тут слід погодитись із Ф. Рузвельтом, який у своїй другій президентській інавгураційній промові слушно зазначив: “Мірилом нашого прогресу є не те, чи додали ми більше до достатку тих, хто має багато, а те, чи ми забезпечили на достатньому рівні тих, хто має надто мало” [33].

Такий аспект дослідження знайшов відображення у працях Т. Бека, А. Деміргюч-Канта та Р. Левайна, у яких доведено, що підвищення рівня розвитку фінансового сектору знижує нерівність у розподілі доходів (зменшення коефіцієнта Джінні), позитивно впливає, насамперед, на найбідніший квінтіль населення країни, а також зменшує рівень бідності (зменшується кількість осіб, які живуть менше ніж на 1 дол. США на день) [34]. Фінансовий сектор впливає на зростання добробуту громадян як через механізми



Рис. 1. Механізм впливу фінансового сектору на економічне зростання\*

\* Складено на основі [32, 5].

опосередкованого впливу (забезпечуючи економічне зростання в цілому), так і через прямий вплив, що пов'язаний із розширенням доступу до фінансових послуг.

Останнім часом з'явилося чимало робіт, присвячених дослідженню впливу фінансів на реальний сектор економіки. Однак вони не відзначаються теоретичною новизною, а лише базуються на використанні оновленої статистичної бази та досконаліших економічних методиках [35–37] та загалом підтверджують результати попередніх робіт.

Таким чином, підвищення рівня розвитку фінансового сектору має наслідком досягнення вищих темпів економічного зростання у майбутньому. Виключно позитивний характер впливу фінансового сектору на економічну динаміку зафіксовано для розвинених країн. Щодо країн, що розвиваються, достовірних підтверджень такого взаємозв'язку значно менше через існування проблем із доступом до перевірених статистичних даних та особливої специфіки кожної із таких країн. Підвищення рівня розвитку фінансового сектору сприяє зниженню рівня бідності та зменшенню соціальної нерівності. Для забезпечення сталих темпів зростання ВВП в цілому тип фінансового сектору (банківсько-орієнтований чи орієнтований на фондовий ринок) не має важливого значення. Дослідження, проведені із врахуванням індивідуальних особливостей окремих країн, засвідчили значимість структури фінансового сектору для прискорення економічного зростання. На ранніх стадіях економічного зростання більш ефективною є банківсько-орієнтована фінансова система, а в міру зростання ВВП фінансові системи (звісно, є й винятки) стають більш фондово-орієнтованими.

На наш погляд, поглиблення дослідження теоретичних основ взаємозв'язку фінансового та реального секторів економіки слід проводити в контексті аналізу потенційної

спроможності фінансового сектору забезпечити розвиток економіки адекватним обсягом фінансових ресурсів. Все це визначає необхідність більш детального розгляду кількісних аспектів впливу фінансового сектору на забезпечення економічного зростання.

### Література

1. Rousseau P. *Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth // NBER Working Paper*. – 2002. – № 9333. – 49 p.
2. Bordo M., Rousseau P. *Legal–Political Factors and the Historical Evolution of the Finance–Growth Link // NBER Working Paper*. – 2006. – № 12035. – 33 p.
3. Бунге М. *Сучасний дискурс / Ред. В. Д. Базилевич*. – К.: Знання, 2005. – 697 с.
4. Bagehot, W. (1873), *Lombard Street: A Description of the Money Market [Електронний ресурс]*. – Режим доступу: <http://socserv2.mcmaster.ca/~econ/ugcm/3ll3/bagehot/lombard.html>. – Назва з екрану.
5. Гильфердинг Р. *Финансовый капитал: Пер. с англ. И. Степанова*. – М.: Директмедиа Паблишинг, 2008. – 450 с.
6. Шумпетер И. *Теория экономического развития*. – М.: Прогресс, 1982. – 455 с.
7. Кейнс Д. М. *Общая теория занятости процента и денег: Антология экономической классики. Т. 2*. – М.: Эконом-Ключ, 1993.
8. Gerschenkron A. *Economic Backwardness in Historical Perspective: A Book of Essays*. – Cambridge: Harvard University Press, 1962.
9. Shaw E. *Financial Deepening in Economic Development*. – New York: Oxford University Press, 1973.
10. Goldsmith R. *Financial structure and development*. – New Haven: Yale University Press, 1969.
11. McKinnon R. *Money and Capital in Economic Development*. – 7th ed. – Washington, DC.: Brookings Institution, 1973.
12. Levine R. *Finance and Growth: Theory and Evidence // NBER Working Paper*. – 2004. – № 10766. – 118 p.

13. Хикс Дж. Теория экономической истории: Пер с англ. Общ. ред. и вступ. ст. Р. М. Нуреева. – М.: НП “Журнал Вопросы экономики”, 2003. – 224 с.
14. Levine R. *Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda* // *Journal of Economic Literature*. – 1997. – № 35. – P. 688–726.
15. Greenwood J., Jovanovic B. *Financial Development, Growth, and Distribution of Income* // *NBER Working Paper*. – 1989. – № 3189. – 44 p.
16. King R., Levine R. *Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right* // *The World Bank Policy Research Working Paper*. – 1993. – № 1083. – 49 p.
17. Trew A. *Finance and Growth: A Critical Survey* // *CDMA Working Paper*. – 2005. – № 05/07. – 36 p.
18. Levine R. *Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better?* // *NBER Working Paper*. – 2002. – № 9138. – 44 p.
19. Fink G. *The Finance–Growth Nexus: Market Economies vs. Transition Countries* // *EI Working Paper*. – 2005. – № 64. – 46 p.
20. Levine R., Zervos S. *Stock Markets, Banks, and Economic Growth* // *American Economic Review*. – 1998. – № 88. – P. 537–558.
21. Rousseau P., Wachtel P. *Equity Markets and Growth: Cross–Country Evidence on Timing and Outcomes* // *Journal of Banking and Finance*. – 2000. – № 24. – P. 1933–1957.
22. *Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets* / Ph. Arestis, P. Demetriades, K. Luintel // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 2001. – V. 33, № 1. – P. 16–41.
23. Wurgler J. *Financial Markets and the Allocation Capital* // *The Journal of Finance*. – 2000. – V. 58. – P. 187–214.
24. *Law and finance* / R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny // *NBER Working Paper*. – 1996. – № 5661. – 80 p.
25. Allen F., Gale D. *Comparing Financial Systems*. – Cambridge: MIT Press, 2000.
26. Demirgüç–Kunt A., Levine R. *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons* // *WB Policy Research Working Paper*. – 1999. – № 2143. – 73 p.
27. Зингалес Л. Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей / Л. Зингалес, Р. Раджан. – М.: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 2004 – 492 с.
28. *Global Financial System: A Functional Perspective* / Ed. D. Crane. – Boston: Harvard Business School Press, 1995.
29. *International Financial Integration and Economic Growth* / H. Edison, R. Levine, L. Ricci // *NBER Working Paper*. – 2002. – № 9164. – 40 p.
30. Ковалёв В. В. Проблемы предупреждения кризисов на финансовом рынке / Под ред. д-ра экон. наук, профессора Л. Н. Красавиной. – М. Финансы и статистика, 2008. – 184 с.
31. Minsky H. *The Financial Instability Hypothesis* // *The Jerome Levy Economics Institute of Bard College Working Paper*. – 1992. – № 74. – 10 p.
32. *Financial Sector Development, Economic Growth, and Poverty Reduction: A Literature Review* // *ADB Economics Working Paper Series*. – 2009. – № 173. – 46 p.
33. Roosevelt F. *US President second inaugural address*. – 1937. – [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bartleby.com/124/pres50.html>.
34. *Finance, Inequality, and the Poor* / T. Beck, A. Demirgüç–Kunt, R. Levine // *Journal of Economic Growth*. – 2007. – № 12 (1). – P. 27–49.
35. Demetriades P. *New Perspectives on Finance and Growth* // *University of Leicester, Department of Economics, Working Paper*. – 2008. – №. 08/14. – 23 p.
36. Wachtel P. *The Evolution of the Finance Growth Nexus* // *Comparative Economic Studies*. – 2011. – № 53. – 475–488 p.
37. Edoardo G., Galalova P. *On the finance-growth nexus: additional evidence from Central and Eastern Europe countries* // *Economic Change and Restructuring*. – May 2014. – Volume 47, Issue 2. – 89–115 p.