

Література:

1. Профіль компетентностей державних службовців Франції. – Режим доступу : <http://www.google.com.ua/search?q=crit?res+de+fonctionnaires.&ie=utf8&oe=utf8&aq=t&rls=org.mozilla:ru:official&client=firefox#q=quelles+son+les+connaissances+et+les+comp?tences+des+fonctionnaires&hl=ru&client=firefox&rls>.
2. *Слюсаренко О.* Структура та компонентний склад, показники і критерії оцінювання професійної компетентності державного службовця як основа його кар'єрного розвитку / О. Слюсаренко // Вісник НАДУ : зб. наук. пр. ; редкол. : В. Т. Нанівська (голов. ред.) [та ін.]. – К. : Вид-во НАДУ, 2006. – № 2. – С. 123–132.
3. *Becking K.* Excellent public leadership: 7 competencies for Europe / K. Becking, N. Hopman. – London : Sdu Uitgevers, 2005. – P. 10–31.
4. Tuning educational structures in Europe. – Режим доступу : [http://www.google.com.ua/search?q=europe.eu.int%2Fcomm%2Feducation%2Fpolicies%2Feduc%2Ftuning%2Ftuning\\_eu.html&ie=utf-8&oe=utf-8&aq=t&rls=org.mozilla:ru:official&client=firefox](http://www.google.com.ua/search?q=europe.eu.int%2Fcomm%2Feducation%2Fpolicies%2Feduc%2Ftuning%2Ftuning_eu.html&ie=utf-8&oe=utf-8&aq=t&rls=org.mozilla:ru:official&client=firefox).

*Надійшла до редколегії 20.07.2012 р.*

УДК 336.71

*О.Л. ЛАВРИК*

## СВІТОВІ МОДЕЛІ ФІНАНСОВОГО ПОСЕРЕДНИЦТВА

*Досліджено сутність двох моделей розвитку економіки: рейнську (Японія – Німеччина) та англосаксонську (США – Англія), проаналізовано сучасні світові та вітчизняні тенденції розвитку фінансового посередництва та визначено напрямки вдосконалення фінансових посередників на світовому фінансовому ринку.*

**Ключові слова:** світовий фінансовий ринок, фінансові посередники, банки, фінансові ринки, банківська система, ринково орієнтована фінансова система.

*The essence of the two models of economic development Rhine (Japan – Germany) and Anglo-Saxon (United States – United Kingdom), analyzed the current global and national trends in financial intermediation, and identified areas of improvement of financial intermediaries in the global market.*

**Key words:** global financial markets, financial intermediaries, banks, financial markets, banking, market-oriented financial system.

У світовій фінансовій системі існує декілька моделей фінансових ринків. Зокрема, виокремлюють північноамериканську з розвиненим фондовим ринком (США, Канада). У США помітна тенденція до сегментації в діяльності банків, тут

банкам заборонено виконувати інвестиційні функції, купувати-продавати та розміщувати цінні папери. Водночас у США існує велика кількість спеціалізованих банків (взаємоощадні банки, позичково-ощадні товариства тощо) об'єднаних у групу ощадних інститутів.

Європейським країнам більш характерна модель з розвиненим банківським сектором і грошовим ринком. Банки цих країн – це фінансові посередники, які виконують комплекс операцій фінансових ринків. Головними операціями вважають депозитні операції, оскільки вони забезпечують залучення грошових коштів на депозитні рахунки на повний строк та для надання їх у позички. Крім цього, банки здійснюють такі операції, як розрахунки між економічними суб'єктами, емісійні та інвестиційні операції, довірчі операції з майном і власністю клієнта, надають консалтингові, лізингові та інші послуги.

У деяких країнах банківська діяльність займає певний сегмент фінансового ринку і коло дозволених для виконання операцій законодавчо обмежене, тобто банківська діяльність побудована за принципом сегментації. У більшості країн Європи, зокрема в Німеччині, не існує заборон на здійснення банками певних операцій, натомість встановлено чіткий контроль за діяльністю корпорацій, які вони інвестують (кредитують). Водночас, у деяких країнах Європи, насамперед у Великій Британії, фінансовій системі властива спеціалізація банківсько-фінансової системи, самоусунення банків від виконання інвестиційних операцій.

Для більшості країн з нерозвиненою фінансовою системою характерна висока монополія декількох банків: на чотири-п'ять найбільших банків припадає до 70 – 80 % вартості всіх банківських послуг. Така ситуація склалася у країнах Східної Європи – Чехії, Словаччині, Польщі, Румунії. У деяких країнах, щоб уникнути такої ситуації, вдаються до розробки антимонопольного законодавства. Крім цього, запроваджують спеціальні законодавчі обмеження для суб'єктів фінансового ринку. Найчастіше ці обмеження стосуються частки однієї фізичної або юридичної особи в капіталі банку, частки одного фінансового інституту у власності іншого суб'єкта господарювання.

Тенденцією розвитку світових ринків є формування фінансових суперринків, де один або декілька фінансових посередників пропонують клієнту весь спектр фінансових послуг. Велику роль у захисті споживачів фінансового ринку відіграють уряди країн, встановлюючи вимоги до кредитоспроможності фінансових інституцій, економічні нормативи їх діяльності, суворі правила до інститутів, які здійснюють трастові операції, надаючи державні гарантії, запроваджуючи інструменти страхування депозитів, створюючи умови для прозорості роботи фінансових інститутів.

Модель ринково орієнтованої фінансової системи США пропонує набагато більше можливостей перехресного обміну ризиком ніж банківсько орієнтована фінансова система Німеччини. Це наводить на думку, що ринково орієнтована система пропонує набагато кращий розподіл ризику в економіці ніж банківсько орієнтована. Однак модель США також має свої недоліки, наприклад, її

ефективність значно зменшується, якщо ринки є неповними або на ринку невелика кількість учасників. Зазвичай довгострокові (неліквідні) інвестиції мають вищу дохідність ніж короткострокові (ліквідні), однак часто індивідуальні інвестори не вкладають кошти в довгострокові інвестиції, оскільки не впевнені в своїх майбутніх потребах у ліквідності. Такі посередники, як великі банки, можуть згрупувати велику кількість коштів від індивідуальних інвесторів і вкласти їх у високодохідні довгострокові інвестиції, отримуючи значну перевагу від маніпуляцій з великими числами. Ринок не має можливості застрахувати своїх учасників від ліквідних шоків, оскільки не має змоги відрізнити учасників з реальними потребами в ліквідності та тими, хто намагається заробити на арбітражі. Тобто асиметричність інформації дає фінансовим посередникам, таким як банки, переваги в перехресному обміні ризиком через зниження ліквідних шоків.

Особливості банківсько та ринково орієнтованої фінансових систем можна подати у вигляді таблиці (табл. 1).

Таблиця 1

Особливості банківсько та ринково орієнтованої фінансових систем

	<b>Банківсько-орієнтована фінансова система</b>	<b>Ринково-орієнтована фінансова система</b>
<b>Тип банківської системи</b>	Універсальна	Сегментна
<b>Модель ринку цінних паперів</b>	Банківська	Небанківська
<b>Роль банків</b>	Комерційні банки, як правило, не мають обмежень у виборі вкладень (портфель банку) і контролі за діяльністю корпорацій	Комерційні банки задовольняють потреби корпорацій головним чином у короткостроковому кредиті, вони досить обмежені у формуванні портфелю вкладень і можливостях контролю корпорацій
<b>Кількість небанківських фінансових інститутів</b>	Обмежена кількість небанківських фінансових інститутів	Велика кількість небанківських фінансових інститутів
<b>Функція заощаджень</b>	Стимулює заощадження, оскільки ресурси та ризик перерозподіляються між поколіннями	Стимулює споживання у поточному періоді
<b>Розподіл ризику</b>	Розподіл ризику відбувається між поколіннями, створюються так звані страхові активи великих обсягів	Розподіл ризику відбувається в певний період часу між учасниками ринку з різних верств, ресурси вкладаються в ризикові активи
<b>Моніторинг діяльності менеджерів</b>	Зазвичай одна фірма контролюється одним або декількома банками і витрати на моніторинг мінімізуються у суспільстві. Інформація про діяльність фірми не є широкодоступною.	Власники акцій мають здійснювати функцію контролю. Вони також можуть наймати посередників для виконання цієї функції, однак мають контролювати і діяльність посередника. Викликає значні витрати у суспільстві. Інформація про діяльність фірми є широко доступною на ринку для всіх агентів.
<b>Ефективність розподілу капіталу</b>	Ринок є менш волатильним, оскільки обмежене коло осіб має доступ до інформації і як наслідок майже відсутні спекуляції.	Через те, що інформація доступна всім учасникам ринку та швидко надходить до ринку, спостерігається значна волатильність.

Згідно з цим підходом для України більше ефективною на даному етапі буде побудова та розвиток саме банківсько орієнтованої фінансової системи. Фінансування через банківську систему є більш ефективним саме для традиційних секторів економіки. Низький попит на ризикові інвестиції в інвесторів та їх гомогенність також є важливим фактором при виборі типу фінансової системи. Для України також є характерним нерозвиненість правової та інституціональної інфраструктури – низький рівень захищеності акціонерів, корупція серед органів влади та суддів, невиконання законів. За таких умов саме поширення банківських установ сприяє стабільності та більшій захищеності споживачів. Тобто основними факторами, які найбільш ймовірно стримують розвиток фінансової системи України є слабкий правовий захист кредиторів, законодавча та виконавча незабезпеченість виконання контрактів, високий рівень корупції, відсутність ефективних, діючих та доступних бухгалтерських стандартів та високий рівень інфляції.

Незважаючи на те, що США (приклад ринково орієнтованої фінансової системи) є лідером з виробництва високотехнологічних продуктів та їх експорту у світі, її економіка дуже залежить від того, наскільки часто та продуктивно ці новинки з'являються на ринку. Основним джерелом фінансування цих високоризикових проектів є фондовий ринок. Саме тому неспроможність економіки продуціювати новий високотехнологічний продукт відразу впливає негативно на всю економіку і сповільнює економічне зростання: інвестори відкликають свої кошти з акцій компаній, що ще більше поглиблює економічний спад. Однак у періоди зростання фондовий ринок спроможний дуже швидко направити кошти у високодохідні та ризикові проекти і сприяє швидкому економічному зростанню.

У той час, як ситуація в Німеччині, яка має банківсько орієнтовану фінансову систему, складається по-іншому. Більшість компаній, які приносять найбільший вклад в економіку країни, займають певну нішу на вузькому ринку маловідомих продуктів і пропонують високу якість і своє ім'я споживачам. Кошти такі компанії, зазвичай, отримують у вигляді банківських кредитів і, оскільки їхні керівники займають свій пост протягом довгого періоду часу, то будують свої відносини з банками на особистих взаєминах. Тому німецькі банки є досить консервативними у питаннях надання кредитів і надають велику вагу доброму імені компанії. Однак і в періоди тяжких часів для компаній банки також підтримують їх у фінансовому плані, що сповільнює темпи падіння економіки. Це дає змогу компаніям зростати стабільно досить високими темпами, без значних падінь і злетів.

Прихильники “банкоцентричної” концепції фінансового ринку наголошують на позитивній ролі банків в одержанні інформації про фірми та їх керівництво, що покращують розподіл капіталу і корпоративного контролю, [2] управління міжгалузевим, міжчасовим ризиком та ризиком ліквідності й у такий спосіб підсилюють інвестиційну ефективність економічного зростання [5].

Прихильник банківської концепції Дж. Стігліц наголошує, що високорозвинені ринки відкрито наводять інформацію, яка зменшує стимули для індивідуальних вкладників її одержувати, натомість банки мають довгострокові відносини з фірмами, тому інформація доступна на ринку через деякий час [8]. Крім того, банки, виступаючи в ролі коаліції інвесторів, здійснюють більш ефективний контроль за фірмами і зменшують моральний ризик. Без сильних банків зовнішні інвестори можуть відмовитись фінансувати індустріальне розширення в країнах зі слабкорозвинутими фінансовими установами.

Прихильники ринкової концепції зазначають, що ринок виступає більшим стимулом для інвестування через більшу доступність інформації та більш активну торгівлю цінними паперами, що полегшує нагляд за корпоративним управлінням, процесами поглинання та управління ризиками [7]. Вони наголошують на слабких сторонах багатоцентричної моделі: сильні банки можуть на основі доступу до інсайдерської інформації призупиняти інновації, захищаючи окремі обрані фірми. Крім того, сильні банки можуть таємно змовлятися із керівниками окремих фірм проти інших кредиторів [3].

Недоліком банківських інститутів є те, що їхня кредитна база складається переважно з боргових інструментів, що не створює передумов для фінансування ризикових інвестиційних проектів. Таким чином, банківська модель майже не залишає шансів новим компаніям на фінансові ресурси, тому стримує економічне зростання. Водночас конкурентоспроможні ринки капіталу відіграють позитивну роль в об'єднанні позитивних розрізаних інформаційних сигналів про стан справ в економіці та ефективній передачі інформації інвесторам.

Особливої уваги заслуговують ідеї З. Боді, Р. Левайн, Р. Мертон, на думку яких, вищезгадані моделі не забезпечують стабільного розвитку економіки через притаманні для них протиріччя і недоліки, подолати які може концепція фінансових послуг. У центрі концепції фінансові умови – контракти, ринки і посередники, які виникають, щоб усунути недоліки ринку, і забезпечити надання кісних фінансових послуг [6]. Для визначення кращої моделі фінансової системи першочергове значення має не інститут, на якому вони ґрунтуються, а середовище, на якому фінансові інститути та ринки здійснюють свою діяльність, надаючи свої посередницькі послуги та забезпечуючи інноваційне економічне зростання.

На думку А. Семенова, теорія фінансових послуг повністю сумісна з попередніми моделями, однак, головна ідея полягає в пошуку умов кращого функціонування як банко центричної, так і ринково орієнтованої моделі фінансової системи. Банки та ринки цінних паперів можуть системно працювати на розвиток економіки через взаємне “хеджування” своїх недоліків. Так, ринки цінних паперів можуть підсилювати конкуренцію на ринку капіталів, надаючи альтернативні методи фінансування і таким чином знижуючи вплив банків на реальний сектор економіки.

Окремо в теорії фінансових послуг постає концепція “закону та фінансів”, яка на перший план виводить систему контрактів. Її суть полягає в тому, що фінанси – це низки контрактів, відповідно, добре функціонуюча правова система покращує діяльність як ринків, так і фінансових інститутів, що стимулює активний розподіл ресурсів і створює передумови для економічного зростання [4].

Метою статті є визначення сутності двох моделей розвитку фінансових посередників Рейнську (Японія – Німеччина) та англосаксонську (США – Англія) та аналіз сучасних тенденцій їх розвитку у світовому економічному просторі.

Ефективна структура фінансової системи, що відповідає економічному розвитку країни, якісна система надання фінансових послуг і законодавче забезпечення прав інвесторів – це основні фактори, які виступають ідеальною ланкою між фінансовою системою, розвитком фінансових інститутів і економічним зростанням.

Багато дослідників відзначають збільшену концентрацію ризиків унаслідок укрупнення фінансових посередників за рахунок злиття та поглинань, тобто глобальні ринки і глобальні трансакції в цілому негативно впливають на розподіл ризиків. Проте достовірної інформації з цього питання на даний момент не може бути отримано, оскільки багато компаній мають розгалужену структуру, і консолідована звітність надається тільки керуючим компанії, а громадськість не має можливості оцінити стан компанії.

Одним із вагомих показників розвиненості фондового ринку країни та його вагомості у функціонуванні фінансової системи в цілому є активність інвестиційних фондів. Це пояснюється їх природою – інвестиційні портфелі інвестиційних фондів містять багато фінансових активів, коливання вартості яких позначаються на вартості чистих активів фондів, ці ж коливання й свідчать про активність фондового ринку. Динаміка тренду доходності інвестиційних фондів, також, як і інші “ринкові” фондові інструменти тісно корелює з індексом фондових бірж. Також динаміку вартості активів спеціалізованих інвестиційних фондів можна використовувати за для прогнозу тенденцій на фондовому ринку [1]. Оцінюючи співвідношення вартості чистих активів інвестиційних фондів і вартості активів банківських установ (далі – індекс співвідношення), можна встановити ступінь “ринковості” фінансової системи країни (табл. 2.)

При порівнянні індексу співвідношення за різними країнами можна зіткнутися із проблемою співвідносності даних щодо вартості активів інвестиційних фондів. Це пов’язано із особливостями інвестиційних фондів у кожній країні за видами, типами тощо. Так наприклад, у Канаді, Франції, Німеччині, Японії, розвиток недержавних пенсійних фондів має суттєвий вклад у розвиток фондового ринку, а для України та Росії він не відіграє ніякої ролі. Відповідно, залежно від країни, дані щодо їх вартості або враховуються, або ні. Така ж ситуація відбувається із валютними інвестиційними фондами, які в Росії та Україні практично не мають розвитку, на відміну від Франції, Японії тощо.

Таблиця 2  
Співвідношення вартості активів інвестиційних фондів і банківських установ  
з 2007 по 2011 рр.

Країна Роки	Україна (млн грн)		Індекс
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	
2007	1784	559396	0,0032
2008	982	926086	0,0011
2009	894	880302	0,0010
2010	991	942088	0,0011
2011	1002	1054280	0,0010
Велика Британія (млрд фунтів ст.)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	468	6963,5	0,0672
2008	360,7	7917,87	0,0456
2009	480,8	7620,92	0,0631
2010	577,6	7904,85	0,0731
2011	571	8208,07	0,0696
Японія (мрд йен)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	54171	7686020	0,0070
2008	36006	8132883	0,0044
2009	42109	8002943	0,0053
2010	44317	8147716	0,0054
2011	39940	8510855	0,0047
Франція (млрд євро)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	1160	7120,4	0,1630
2008	938,8	7710,6	0,1218
2009	1100,5	7656,7	0,1437
2010	1353,7	7830,1	0,1729
2011	1188	8391,5	0,1416
США (млрд дол.)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	12002,28	10260,52	1,1698
2008	9603,6	11458,07	0,8382
2009	11120,2	11075,1	1,0041
2010	11820,68	11319,5	1,0443
2011	11621,6	11901,7	0,9765
Німеччина (млрд євро)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	6016	7592	0,7924
2008	6050	7893	0,7665
2009	5969	7436	0,8027
2010	5997	8305	0,7221
2011	5920	8393	0,7053
Канада (млн кан. дол.)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	649079	2595698	0,2501
2008	641679	3180813	0,2017
2009	646529	2853194	0,2266
2010	671863	3081897	0,2180
2011	699294	3525393	0,1984
Російська Федерація (млрд руб)			
	Інвестиційні фонди	Банківські установи	Індекс
2007	134,96	14307,27	0,0094
2008	47,05	20029,47	0,0023
2009	74,56	18029,49	0,0041
2010	95,98	27558,3	0,0035
2011	81,94	32475,32	0,0025

(таблицю складено з використанням статистичних даних з офіційних сайтів: [www.bank.gov.ua](http://www.bank.gov.ua), [www.investfunds.ua](http://www.investfunds.ua), [www.cbr.ru](http://www.cbr.ru), [www.investfunds.ru](http://www.investfunds.ru), [www.federalreserve.gov](http://www.federalreserve.gov), [www.boj.or.jp](http://www.boj.or.jp), [www.bankofcanada.ca](http://www.bankofcanada.ca), [www.banque-france.fr](http://www.banque-france.fr), [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de), [www.bankofengland.co.uk](http://www.bankofengland.co.uk).)

Порівняння індексу співвідношення між країнами в динаміці за період із 2007 по 2011 рр. наведено на рис. 1.



Рис. 1. Індекс співвідношення у динаміці з 2007 по 2011 рр.

З графіку можна бачити чітко виражену ринкову орієнтованість фінансових систем Німеччини та США. Індекс співвідношення в цих країнах суттєво переважає над іншими. Так, за п'ять останніх років у США його мінімальне значення становило 0,8382 у період всесвітньої економічної кризи, а в Німеччині – 0,7053, наприкінці 2011 р., що пов'язано із активним нарощуванням банківського капіталу, у той період як вартість чистих активів інвестиційних фондів Німеччині залишилась майже на рівні кризового 2008 р.

Для детального аналізу інших країн варто побудувати аналогічний графік, із виключенням показників США та Німеччини (рис. 2.)

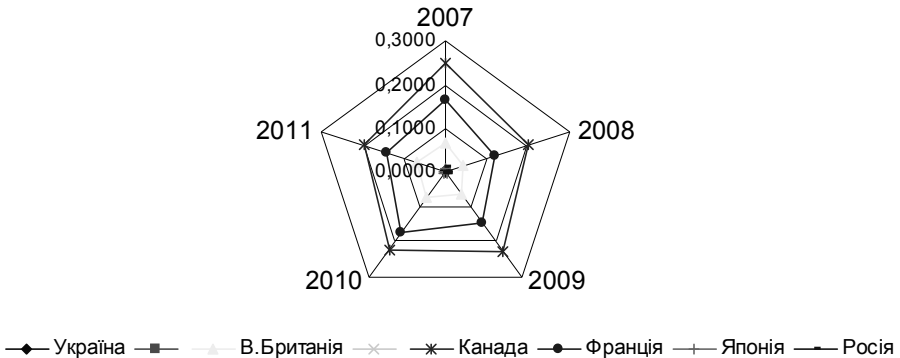


Рис. 2. Індекс співвідношення в динаміці з 2007 по 2011 рр. (за виключенням Німеччини та США)



З графіку на рис. 2. видно, що фінансові системи Канади та Франції є найбільш збалансованими, їх ринкова доля складає 15 – 25 %, що свідчить про раціональне використання можливостей фондового ринку та адекватну оцінку вартості реального капіталу.

Окремо наведемо динаміку індексу співвідношення Японії, України та Росії (рис. 3.)

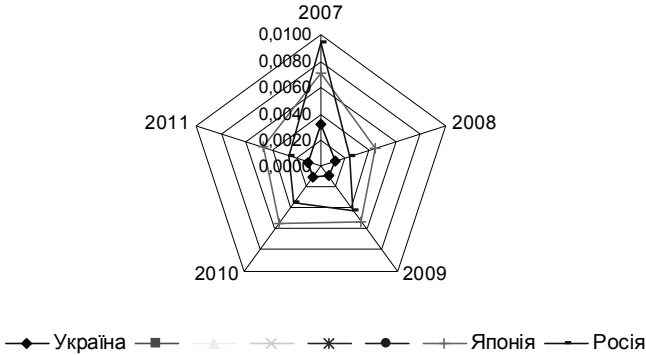


Рис. 3. Індекс співвідношення у динаміці з 2007 по 2011 рр. (Японія, Україна, Росія)

Фінансові системи України та Росії є повністю банківсько орієтованими, але це пояснюється не наявністю потужної банківської системи, а скоріш, проблемами, притаманними фондовому ринку. Протягом 2007 р. в Україні та Росії спостерігався значний сплеск в економічному розвитку, значно збільшився рівень ВВП у країнах, що, безумовно, позитивно позначилось на розвитку фондового ринку, та на стрімке зростання активів інвестиційних фондів. Але із настанням економічної кризи 2008 р., показники вартості фондових активів знизились до рівня 2005-2006 рр.

Природа заниженого значення показнику індексу співвідношення в Японії, порівняно з Росією та Україною, має зовсім інший характер. Японія – країна з потужною економікою та сферою виробництва має потужну банківську систему, тому навіть при наявності розвинуеного фондового ринку, вартість чистих активів інвестиційних фондів є значно меншою у порівнянні із банківськими активами.

Таким чином, можна зробити висновок, що орієнтованість фінансової системи країни не має прямого зв'язку з її економічним розвитком, але залежить від економічного стану та його динаміки. Протягом 2007 – 2011 рр. індекс співвідношення збільшувався в періоди економічного зростання та навпаки в усіх країнах. При цьому його абсолютне значення по кожній країні не залежить від ступеня розвитку її економіки (так, наприклад, індекс є низьким і в Японії, і в Україні). Велике значення індексу свідчить про відкритість економіки країни та

чуливість до світових глобальних процесів і навпаки. Але варто відзначити, що занижене значення індексу співвідношення в Україні та Росії зовсім не означає відносну захищеність економіки від зовнішніх ризиків, як, наприклад, в Японії, спекуляція на світових новинах та корупція призводять до наслідків притаманних країнам чутливим до світових тенденцій.

Також можна зробити висновок, що якби ринки були повними та ефективними, то інвестори могли б вкладати кошти в довгострокові проекти та отримувати вищі доходи. А в разі потреби в ліквідних коштах мали б можливість продати свої інвестиції за ринковою ціною, хеджуючи також зміну в ціні. У реальності хеджування ризику зміни ціни може коштувати дуже дорого, якщо ринки неповні та неефективні. Тоді фінансові посередники можуть запропонувати кращі умови хеджування або нижчу ціну на них.

Вихід із кризи і подальше довгострокове економічне зростання залежить від обсягу інвестицій, які, в свою чергу, зумовлені ефективністю структури фінансових посередників в економічній системі. У силу об'єктивних причин у нашій країні фінансові посередники недостатньо розвинені і ефективні, що є однією з причин відставання нашої економіки від економіки західних країн. Розвиток і вдосконалення посередницької діяльності у фінансовій системі дозволить підвищити ефективність ощадно-інвестиційних процесів, що матиме позитивний вплив на темпи економічного зростання України.

#### Література:

1. *Нагай І. В.* Фінансово-економічні проблеми стабільного розвитку економіки України / *І. В. Нагай*; за ред. А. Ф. Головчука, О. О. Непочатенко. – Частина 1. – Умань : ВПЦ “Візаві” (Видавець Сочинський), 2010. – С. 17–23.
2. *Diamond D.* Financial intermediation and delegated monitoring / *D. Diamond* // *Rev. of Econ. Studies*. – 1984. – № 51. – P. 393–414.
3. *King R.* Finance and Growth: Shumpeter Might be Right / *R. King, R. Levine* // *The Quarterly Journal of Economics*. – 1993. – № 3. – (Vol. 108). – P. 717–737.
4. *Laporta R.* Law and finance / *R. Laporta, F. Lopez-de-silanes, A. Shleifer, R. Vishny* // *Journal of political economy*. – 1998. – № 106. – P. 1113–1155.
5. *Levine R.* Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better? / *R. Levine* // *Journal of financial intermediation*. – 2002. – № 11. – P. 1–30.
6. *Merton R.* The Global financial system: A Functional perspective / *R. Merton, Z. Bodie*. – Harvard Business School Press, Boston, MA, 1995. – P. 3–32.
7. *Obstfeld M.* Risk-taking global diversification and growth / *M. Obstfeld* // *American Economic Review*. – 1994. – № 84. – P. 1310–1329.
8. *Stiglitz J. E.* Credit Markets and the Control of Capital / *J. E. Stiglitz* // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1985. – № 17. – P. 133–152.

*Надійшла до редколегії 22.06.2012 р.*