

ЗНАЧЕННЯ ФІНАНСОВОГО РИНКУ В ЕКОНОМІЧНОМУ РОЗВИТКУ ДЕРЖАВИ ТА У ЗАБЕЗПЕЧЕННІ ЇЇ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ БЕЗПЕКИ

Розглянуто вплив розвитку фінансових ринків на економічне зростання держави та її інвестиційну безпеку

На початку ХХІ ст. виявилася основна особливість постіндустріальної економіки – випереджальне зростання сервісного (так званого третинного) сектора порівняно з аграрним (первинним) і промисловим (вторинним). Незважаючи на те, що сам по собі сервісний сектор (зокрема, кредитно-фінансові послуги, що відносяться до цього сектора), економіки такий же давній, як економіка загалом, саме в постіндустріальну епоху він набув особливо важливого значення.

Саме на основу фінансового ринку спирається “сучасна архітектура економіки” [5, с. 21]. Тому для розширення фінансового забезпечення інвестиційних процесів в Україні потрібне використання таких альтернативних джерел інвестицій, як фондовий ринок. Цим зумовлено актуальність дослідження впливу розвитку фінансового ринку на економічну систему та економічну безпеку.

Але питання щодо впливу фінансового ринку на економічну систему неоднозначне, і в його оцінці є два протилежні підходи. Один полягає в тому, що розвиток фінансового ринку є *передумовою* загального економічного зростання, інший – що розвиток фінансових ринків є *наслідком* стану реального сектора економіки.

Тому проблема дослідження полягає в неоднозначності впливу фінансового ринку на економіку держави та її інвестиційну безпеку, зокрема за умов транзитивної економіки в Україні.

Проблема впливу фінансового ринку на розвиток економічної системи розглядається в працях багатьох авторів, які, загалом, дотримуються двох зазначених вище

протилежних позицій. Одні автори вважають, що зростання масштабів фінансового ринку загалом сприяє ефективності економічної системи (А. Гельб, Р. Левін, М. Міллер, П. Руссо, Р. Сілла, Й. Шумпетер; з українських – Єрмошенко М.М., Філіпенко А.С. та ін.). Інші автори (Е. Берглоф, П. Болтон, А.Е. Дворецька, Я.М. Міркін, Дж. Робінсон) – прихильники думки, що стан фінансових ринків є наслідком, а не причиною загального економічного зростання.

Оскільки єдності думок щодо впливу фінансового ринку на розвиток економічної системи немає, метою статті є визначення форм впливу фінансового ринку на функціонування економічної системи та її економічної безпеки за умов транзитивної економіки України.

Як зауважують І.О. Лютий та В.І. Міщенко, фінансовий ринок справді завжди був важливим елементом забезпечення загальної економічної стабільності в усіх країнах [6, с. 28]. Саме розвиненість фондового ринку (який є основою ринкових відносин і перерозподілу капіталів між різними секторами економіки) сприяє реструктуризації економіки і загальному підвищенню рівня економічної безпеки країни [4, с. 18]. При цьому фінансові ринки є невід’ємним чинником економічного зростання [9, с. 140], а повноцінний фінансовий ринок має позитивний вплив на стабілізацію всієї кредитно-фінансової системи і стає важливим чинником активізації економічного зростання, що має особливе значення за умов перехідної економіки [1, с. 133].

Поширеним є традиційне уявлення про те, що зростання обсягу і загальної ефективності функціонування фінансової системи є передумовою скорочення бідності, економічного зростання і стабільності економічного розвитку. Як відзначав лауреат Нобелівської премії Мертон Міллер, значення розвитку фінансових ринків для економічного зростання настільки очевидне (“too obvious for serious discussion”), що це питання не варто взагалі обговорювати [32, с. 14].

Критичне ставлення до такого підходу висловила Дж. Робінсон, яка вважає, що розвиток фінансових ринків є лише наслідком загального економічного розвитку. Саме економічне зростання створює попит на фінансові послуги; отже, фінансовий ринок не стільки впливає на економічне зростання, скільки реагує на потреби реального сектора економіки [33, с. 82].

Третя, компромісна точка зору, якої дотримується лауреат Нобелівської премії Роберт Лукас, полягає в тому, що фінансові ринки безперечно мають позитивний вплив на економічне зростання, але цей вплив надто перебільшений авторами численних досліджень проблем економічного зростання [31, с. 6].

Реакцією на публікацію праці Р. Лукаса стала дискусія, започаткована дослідженнями А. Гельба, П. Руссо і Р. Сілла, а також Р. Кінга. Зокрема, А. Гельб у статті 1989 р. відзначав, що є явна кореляція між показниками фінансового розвитку та економічного зростання [20]. П. Руссо і Р. Сілла, проаналізувавши (в контексті економічної історії) закономірності економічного розвитку у 17 країнах протягом XIX–XX ст. виявили, що первинним є розвиток фінансового ринку [34, с. 3]¹.

¹ Як зауважує П. Руссо в наступній статті, дослідження у контексті макроекономіки і дослідження у контексті економічної історії йдуть дещо різними шляхами, оскільки прихильників макроекономічного підходу цікавить питання, який вплив мали фінансові чинники на економічне зростання, а дослідники економічної історії вважають, що відповідь на це питання очевидна, хоча насправді це не так (*Rousseau P. Historical Perspectives on Financial Development and Economic*

Після цього були опубліковані дослідження Р. Кінга, Р. Левіна і співавторів [24, 18, 27, 30, 14, 25, с. 4-5], в яких вони доводили, що у країнах з краще розвиненими фінансовими ринками відзначається вищий рівень економічного зростання.

Для того, щоб визначити, яким є вплив розвитку фінансового ринку на економічну систему держави, доцільно насамперед звернутися до розгляду такого поняття, як **глибина фінансового ринку** (financial depth), запропоноване групою аналітиків Світового банку в кінці 1980-х для відображення зв'язку між насиченістю економіки фінансовими ресурсами і темпами економічного зростання. Монетизація (яка відображається в коефіцієнті монетизації) є основним показником глибини фінансового ринку.

Один з показників глибини фінансового ринку – відношення ліквідних зобов'язань фінансової системи до ВВП. Ліквідні зобов'язання складаються з готівки плюс зобов'язання до запитання і процентні зобов'язання банків і небанківських фінансових посередників. Для вимірювання фінансової глибини можна використовувати обсяг грошової маси M2, поділений на ВВП. Однак найчастіше показниками фінансової глибини є відсоткові відношення грошових агрегатів M1–M3 до ВВП (протягом 1990-х років цей показник становив приблизно 65% для економічно розвинених країн і 25% для країн з ринками, що розвиваються і формуються) [30, с. 13-14].

Якщо визначати розмір фінансового ринку за таким показником, як обсяг грошової маси (M2) то (крім Китаю) тільки в Бразилії він перевищує 1% від загальносвітового, і лише 15 країн, що розвиваються, досягли рівня цього показника в 0,2%.

В таблиці 1 наведено відношення грошової маси M2 Росії, України і Польщі, а також країн зони євро до грошової маси M2 США (у відсотках; розрахунки автора) [37].

Таблиця 1. Відношення грошової маси М2 окремих країн та зони євро до грошової маси США (у відсотках)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
США	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
Зона євро	84,51%	75,23%	88,69%	108,44%	117,35%	109,68%	124,47%
Росія	0,83%	0,99%	1,16%	1,80%	2,45%	3,21%	4,86%
Польща	1,42%	1,47%	1,36%	1,44%	1,86%	1,98%	2,37%
Чехія	-	-	-	-	1,17%	1,06%	1,35%
Україна	0,12%	0,15%	0,21%	0,29%	0,37%	0,56%	0,73%
Румунія	-	-	-	-	0,34%	0,44%	0,56%

Таблиця 2. Співвідношення грошових агрегатів М2–М3 окремих країн до ВВП (у відсотках)

Країна	М1–М3	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
США ²	М2/ВВП	50,1	53,6	55,2	55,4	54,9	53,8	53,3	53,7
	М3/ВВП	72,5	79,3	81,8	80,9	80,7	81,7	н/д	н/д
Зона євро ³	М2/ВВП	62,7	65,6	67,4	69,7	71,5	75,2	78,3	82,5
	М3/ВВП	72,0	76,7	79,1	81,9	83,9	87,5	91,3	97,2
Польща ⁴	М2/ВВП	40,4	42,3	40,1	40,7	39,9	42,2	45,4	47,0
	М3/ВВП	40,4	42,3	40,3	40,9	40,8	43,4	46,7	48,1
Чехія ⁵	М2/ВВП	—	—	—	—	56,1	58,4	61,4	59,3
	М3/ВВП	—	—	—	—	58,1	60,7	63,4	61,1
Румунія ⁶	М2/ВВП	—	23,2	24,7	24,4	26,5	30,0	32,3	36,6
	М3/ВВП	—	—	—	—	26,6	30,1	32,4	36,6
Росія ⁷	М2/ВВП	15,8	18,0	19,7	24,3	25,6	28,0	33,5	40,2
	М3/ВВП	—	—	—	—	—	—	—	—
Україна ⁸	М2/ВВП	18,5	22,1	28,5	35,5	36,4	43,8	47,7	54,9
	М3/ВВП	19,0	22,4	28,7	35,6	36,5	44,0	48,0	55,6

² Джерела даних для США: М1-М2: U.S. Federal Reserve Statistical Release, Monthly Historical Money Stock Tables, Table 1: Money Stock Measures (www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hist1.htm); М3: U.S. Federal Reserve Statistical Release, Historical M3 Tables, Table A: M3 and Non-M2 M3 – Monthly (www.federalreserve.gov/releases/h6/hist/h6hista.htm); ВВП: U.S. Bureau of Economic Analysis, National Income and Product Accounts Table, Table 1.1.5., Gross Domestic Product, Billions of dollars, Seasonally adjusted at annual rates (www.bea.gov/national/nipaweb/TableView.asp?SelectedTable=5&FirstYear=2007&LastYear=2008&Freq=Qtr).

³ Джерела даних для зони євро: М1-М3: European Central Bank, Historical monetary statistics (https://stats.ecb.europa.eu/stats/download/bsi_ma_historical/bsi_ma_historical.zip); ВВП: European Central Bank, Euro area 13 (fixed composition) - Gross domestic product at market price - Current prices - ECU/euro - Seasonally and partly working day adjusted, mixed method of adjustment (http://sdw.ecb.europa.eu/quickview.do?SERIES_KEY=119.ESA.Q.I3.S.0000.B1QG00.1000.TTTT.V.U.A&periodSortOrder=ASC).

⁴ Джерела даних для Польщі: М1-М3: Narodowy Bank Polski, Miary pieniądza (dane miesięczne), (www.nbp.pl/statystyka/Pieniezna_i_bankowa/DWN/miarypieniadza_nowe.xls); ВВП: Główny Urząd Statystyczny, Rachunki narodowe, Produkt krajowy brutto, (http://www.stat.gov.pl/cps/rde/xbcrgus/PUBL_pkb_1kw_2008_tablice.xls).

⁵ Джерела даних для Чехії: М1-М3: České národní banka, Publikace měnové statistiky, (www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/menova_stat_publ/index.html); ВВП: Ministerstvo financí České republiky, Ekonomický výkon, HDP - DS roční (www.mfcr.cz/cps/rde/xchg/mfcr/xsl/makro_pre_38960.html).

⁶ Джерела даних для Румунії: М1-М3: Banca Națională a României, Buletine lunare, Secțiune statistică (www.bnr.ro); ВВП: Institutul National de Statistica, Conturi nationale (www.insse.ro/cms/files/pdf/ro/cap11.pdf).

⁷ Джерела даних для Росії (на сайті Центробанка РФ немає статистика для М1 і М3): М2: Центральный банк Российской Федерации, Денежная масса М2 (национальное определение) (млрд. руб.) (http://www.cbr.ru/statistics/credit_statistics/MS.asp?Year=2007); ВВП: Федеральная служба государственной статистики Российской Федерации, Основные показатели системы национальных счетов, Номинальный объем использованного ВВП в текущих ценах, млрд. руб. (www.gks.ru/bgd/free/b01_19/IssWWW.exe/Stg/d000/i000170r.htm).

⁸ Джерела даних для України: М1-М3: Національний банк України, Статистика, Грошова маса (www.bank.gov.ua/Statist/Money/mon.htm); ВВП: Міністерство економіки України, Таблиця основних показників економічного розвитку України (http://me.kmu.gov.ua/control/uk/publish/article?art_id=78203&cat_id=78198).

Якщо порівняти значення співвідношення М2–М3 до ВВП в Україні та інших державах, можна відзначити, що у США ці показники за період 2000–2007 рр. залишалися приблизно на одному рівні, в інших державах постійно зростали, зокрема в Україні. З 2006 по 2007 р. в Україні відношення М2 до ВВП зросло з 47,7 до 54,9; М3 до ВВП – з 48,0 до 55,6. Ці показники для України вищі ніж у Росії та наприклад, Румунії, не набагато нижчі ніж у США чи Польщі, але значно нижчі, ніж у країнах ЄС.

Поняття “фінансова глибина” свідчить не тільки про насиченість економічної системи фінансовими відносинами, але й про обсяг фінансової сфери порівняно з матеріально-виробничою сферою. В економічно розвинених країнах фінансова глибина економіки більша, ніж в країнах з ринками, що формуються.

Кажучи про вплив фінансового ринку на розвиток економічної системи, потрібно відзначити, що вирішальне значення має така функція фінансового ринку, як перерозподіл капіталу в економічній системі. А ринок цінних паперів забезпечує високу ліквідність фінансових активів і диверсифікацію інвестиційних ризиків. Прагнення всіх держав до створення фінансових систем, які ефективно функціонують, пояснюється тим, що така система забезпечує загальну макроекономічну стабільність економічну безпеку. Завдяки цьому ринок цінних паперів стимулює інвестиції в довготермінові проекти, а зростання інвестицій призводить до зростання ефективності праці в реальному секторі економіки. Крім того, потрібно відзначити здатність фондового ринку скорочувати вартість зовнішнього фінансування підприємств, що також сприяє їх економічному розвитку.

При цьому можна відзначити значну кореляцію між фінансовою глибиною і темпами довготермінового економічного зростання. Залежність між фінансовою глибиною і економічним зростанням Р. Левін описує формулою:

$$G(j) = a + bDEPTN + c + u,$$

де:

$G(j)$ – реальний ріст валового внутрішнього продукту на душу населення за визначений період часу.

u – помилковий термін (прогнозування $G(j)$ на основі оцінки DEPTN; помилковим його названо з причини розходження між фактичною цінністю незалежної змінної і цінністю, яку передбачає рівняння регресу) [28, с. 36].

a – довготермінове реальне економічне зростання (на душу населення).

b – нагромадження капіталу.

c – зростання продуктивності.

X – матриця інформації створення умов

DEPTN – глибина фінансового ринку (= ліквідні борги / валовий внутрішній продукт) [28, с. 36-41].

На думку Р. Левіна ті країни, які підвищили коефіцієнт фінансової глибини з 0,2 (властивий для групи країн з низькими темпами економічного зростання) до 0,6 (властивий для країн з високими темпами економічного зростання) можуть забезпечити зростання сукупного доходу на душу населення приблизно на 1% щорічно. Це велика різниця, особливо якщо порівняти з тим, що відмінність у зростанні прибутків на душу населення між країнами з низькими темпами економічного зростання і країнами з високими темпами економічного зростання становить за 30 років всього лише 5% [28, с. 33].

Крім того, дослідження [12, с. 632-640, 30, с. 537-558] свідчать, що за сучасних умов інституціоналізації фінансових ринків доцільно аналізувати одночасно два компоненти фінансової системи – банківську систему і фондові ринки, що дає можливість оцінити реальний вплив фондових бірж на економічне зростання і визначати пріоритетність в економічних реформах. Р. Левін [26, с. 1445-1465] вважає, що підвищення ліквідності фондової біржі забезпечує дотермінове економічне зростання (зокрема, зростання ліквідності фондової біржі на 0,30% забезпечить зростання ВВП на душу населення на 0,80% щорічно [28, с. 35]), але деякі автори [16, с. 31-51] не погоджуються з цим.

Крім того, важливе значення має такий чинник як конкуренція між банківською системою і фондовим ринком, яка може перетворитися на співробітництво у тому разі, якщо фондові ринки будуть забезпечувати надання таких послуг, які не дає банківська система.

Проаналізувавши залежність між промисловим розвитком і розвитком фінансового сектора, Р. Левін розглянув (за період 1980-1990 рр.) такі показники як коефіцієнт промислового розвитку, коефіцієнт капіталізації, коефіцієнт розвитку стандартів обліку і дійшов загального висновку, що фінансовий розвиток має значний вплив на промисловий (і загальноекономічний) розвиток, оскільки сприяє залученню підприємствами зовнішнього фінансування [28, с. 41].

Як зауважують аналітики МВФ Б. Ананд і А. Галетович, на сьогоднішній день є вже достатньо доказів, що розвиток ринку цінних паперів не тільки має кореляції з економічним зростанням, а є причиною цього зростання [11, с. 3]. Дослідження Світового банку та МВФ, проведені у 87 країнах, довели наявність очевидного зв'язку між індикаторами розвитку фінансових ринків і довготерміновим економічним зростанням. У цих дослідженнях пропонувалося використовувати такі індикатори розвитку фінансових ринків як відношення ліквідних зобов'язань до ВВП; відношення депозитів комерційних банків у центральному банку до сукупного обсягу внутрішнього кредиту; відношення кредитів реального сектора економіки до ВВП [10, с. 5-6].

Зокрема, досить показовим щодо цього є аналіз обсягу кредитів приватному сектору до ВВП (рис. 1).

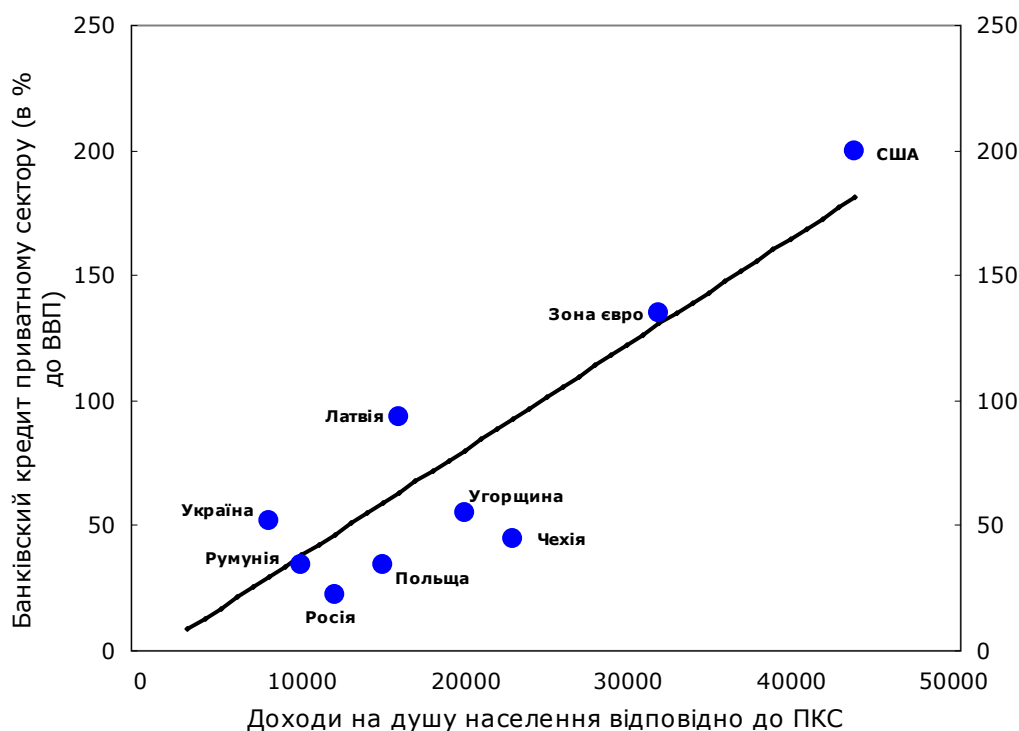


Рис. 1. Банківський кредит приватному сектору і доходи на душу населення (2006 р.) [21, с. 49]

Очевидний зв'язок рівня розвитку фінансової системи з таким показником, як рівень доходів на душу населення, хоча цей зв'язок неоднозначний і велике значення має стабільність макроекономічної політики.

Безперечно, має важливе значення і розвиненість таких важливих компонентів фінансової системи, як банки та інституційні інвестори. Однак оскільки в країнах з ринками, що розвиваються і ринками, що

формується (зокрема, в країнах з транзитивною економікою) банківська система краще розвинена, ніж фондові ринки та інші небанківські сектори, важливим завданням економічної політики стає забезпечення ефективного функціонування не тільки банківського, а й небанківського сектора економіки.

Важливим є питання, на що саме впливає розвиток фінансового сектору. У дослідженні, яке провели Т. Бек, Р. Левін і Н. Лоайза, вони проаналізували вплив розвитку фінансових посередників на норму заощаджень, інвестиції та продуктивність праці у 63 країнах (за період 1960-1995 рр.) і дійшли висновку, що справді є статистично значущий зв'язок між розвитком фінансових посередників, зростанням ВВП на душу населення і збільшенням продуктивності праці, але зв'язків між розвитком фінансових посередників, інвестиціями і змінами норми заощаджень приватного сектора не було виявлено [14, с. 261-300].

Очевидно, вплив розвитку фінансового ринку на довготерміновий економічний розвиток держави забезпечується не стільки за рахунок зростання темпів накопичення капіталу, скільки через загальне підвищення ефективності виробництва.

Однак значення розвитку фінансового ринку в загальному економічному зростанні не є однозначним, й одне лише підвищення ліквідності фондового ринку ще не є чинником економічного зростання. Важливе значення мають такі чинники як ефективність правової системи щодо захисту прав інвесторів. Отже, розвиток фінансової системи сприяє загальному економічному зростанню, але причинно-наслідковий зв'язок між цими процесами має двосторонній характер і залежить у різних країнах від сукупності специфічних умов та чинників. Тому ступінь впливу фінансового ринку на економічне зростання відрізняється у різних країнах. Справді активний вплив фінансового ринку на економічну систему держави починається після досягнення цим ринком достатнього рівня фінансової глибини та ємності, що можна бачити в США. В країнах

Західної Європи чи Японії (традиційно орієнтованих на фінансування економіки через банківську систему) цей вплив значно менший; ще меншим він є в країнах з ринками, що розвиваються і ринками, що формуються (зокрема, в країнах з перехідною економікою).

Але потрібно відзначити, що недостатній розвиток фінансових ринків у країнах з перехідною економікою (зокрема, в Україні) не означає, що ці ринки не впливають на економічне зростання, навіть якщо частка фінансового ринку в структурі інвестицій становить 10–12%. За цих умов виявити вплив фінансового ринку на економічне зростання економетричними методами справді важко, однак після того як обсяги операцій кредитування та фінансування зростуть і досягнуть кількісно нового рівня, стимулюючи значення фінансового ринку для економічного зростання стане очевидним і для перехідних економік [3, с. 3].

У країнах з перехідною економікою (зокрема, в Україні) фінансовий ринок має порівняно невелике значення в процесах реструктуризації виробництва, а у деяких випадках фінансова лібералізація взагалі загальмувала розвиток виробничого сектора. У деяких країнах з перехідною економікою, зокрема, в Естонії і Словенії розвиток фінансової системи і економічне зростання проходили паралельно; у Болгарії і Росії відзначалося швидке економічне зростання, а потім спад у розвитку фінансового ринку. В Україні фінансова система розвивалася дуже повільно, а економічне зростання почалося пізніше, ніж в інших країнах східноєвропейського регіону.

Активний розвиток фінансового ринку в Україні має сприятливий вплив на економічне зростання, а збільшення обсягів операцій на фінансових ринках відображає як зростання сукупних доходів так і зростання потреби в інвестиціях.

Загалом, можна дійти висновку, що рівень розвитку фінансового ринку має позитивний вплив на загальне економічне зростання, прискорюючи нагромадження основного капіталу і підвищуючи ефективність

виробництва. Основною особливістю ринків країн з перехідною економікою є низька монетизація і слабкість фінансових потоків, однією з причин чого є жорстка антиінфляційна політика.

Для України важливе значення має питання щодо взаємозв'язків між інфляцією та фінансовою глибиною. Поширеним є уявлення про лінійний зв'язок інфляції і фінансової глибини, згідно з яким зростання інфляції завжди буде призводити до зменшення фінансової глибини.

Для перевірки цього припущення аналітики МВФ М. Хан і А. Сенхаджі присвятили окреме дослідження проблемі взаємозв'язків між інфляцією та фінансовою глибиною і проаналізували дані для 168 країн (економічно розвинених та країн, що розвиваються) за період з 1960 по 1999 рр. і дійшли висновку, що насправді зв'язок між інфляційними процесами і глибиною фінансового ринку не такий однозначний і має нелінійну природу.

Нелінійність цього зв'язку виявляється у тому, що є певний пороговий рівень інфляції (3-6% на рік), нижче якого інфляція має позитивний вплив на глибину фінансового ринку, а вище якого вона має негативний вплив [23, с. 1]. Наявність такого порогового рівня доводиться авторами на основі аналізу статистичного матеріалу [23, с. 13].

Подібні думки вже висловлювалися раніше, зокрема у працях Варго (1995) [13, с. 166-167], Bullard & Ketaing (1995) [17, с. 477-496], Fisher (1993) [19, с. 485-512]. Зокрема, Стенлі Фішер одним з перших відзначив, що інфляція (якщо її рівень не перевищує певної величини) може мати позитивний вплив на економічне зростання (особливо у довготерміновій перспективі). Очевидно, в разі інфляції невисокого рівня вона стає чинником, який активізує фінансову систему, сприяючи динамізму її розвитку. Однак це стосується розвинених і стабільних економічних систем, яким в принципі властивий невисокий рівень інфляції. Для менш стабільних і менш розвинених економічних систем (це стосується, насамперед, країн з ринками, що

розвиваються і ринкам, що формуються), яким властивий вищий рівень інфляції, вона несприятливо впливає на довготермінове економічне зростання [23, с. 3].

Метою дослідження, яке провели М. Хан і А. Сенхаджі, було перевірити нелінійність зв'язку між інфляцією і глибиною фінансового ринку. Загалом, наявність позитивної кореляції між глибиною фінансового ринку та економічним зростанням, особливо у довготерміновій перспективі, сьогодні можна вважати доведеною, особливо після праць Р. Лівайна і його співавторів. Це пояснюється тим, що (як довів ще Джон Хікс [22]) сам по собі технологічний розвиток ще не може забезпечити економічне зростання, потребуючи значних інвестицій за допомогою механізмів фінансового ринку, а також забезпечення ліквідності цих інвестицій.

Зростання інфляції вище певного рівня призводить до обмеження кредитів, що зрештою призводить до зменшення фінансової глибини, а в довготерміновій перспективі – до скорочення обсягів реальної економічної діяльності. Саме цим пояснюється негативний вплив високих рівнів інфляції на глибину фінансового ринку. В тому ж разі, якщо інфляція існує, але не досягла порогового рівня, *вона стимулює інвестиційний процес* і завдяки цьому призводить до збільшення глибини фінансового ринку і, внаслідок цього, до активізації загального економічного зростання [23, с. 6-8].

Основним висновком, якого дійшли автори, є те, що саме фінансові ринки є тим механізмом, який забезпечує нелінійний зв'язок між інфляцією та економічним зростанням.

Як зауважує В.М. Геєць, наявність в економічній системі певного рівня інфляції саме по собі ще не є чинником, який зумовлює економічне зростання чи спад. Тому коригування рівня інфляції доцільно проводити у відповідності до сукупності умов, які властиві економічній системі, та всіх інших чинників, які впливають на економічне зростання [2, с. 22].

Як відзначають Ерік Берглоф і Патрік Болтон, економетричними дослідженнями (зокрема, для перехідних економік) не було виявлено статистично значущої залежності між фінансовою глибиною і економічним зростанням. Тому ці автори критично ставляться до ідеї щодо позитивного впливу розвитку фінансового ринку на загальний розвиток економічної системи, вважаючи, що фінансовий сектор мав невелике значення у реструктуризації виробничого сектора (особливо у країнах з транзитивною економікою), а фінансова лібералізація у таких країнах іноді взагалі підривала реальний розвиток виробничого сектора. Очевидно, розвиток фінансового сектора може сприяти загальному економічному зростанню тільки в тому разі, якщо державна регулятивна політика може реально забезпечити макроекономічну стабільність [15, с. 2-3].

Загалом, зв'язок між розвитком фінансового ринку і економічним зростанням є двостороннім за своєю природою. З одного боку, розвинені фінансові ринки сприяють зростанню загального багатства економічно розвинених країн. З іншого – економічно розвинені країни створюють інституційні, правові та економічні умови, які сприяють відповідному розвитку фінансових ринків. У цьому сенсі розвиток фінансових ринків виявляється наслідком загального економічного розвитку. Очевидно, обидві точки зору по-своєму справедливі, і суперечливість цих точок зору зникає в тому разі, якщо змінити методологічну позицію, відійти від дискусії про *причину* або *наслідок* і визнати двосторонній зв'язок між розвитком фінансового ринку і економічним зростанням, оскільки методологічно коректніше вважати розвиток фінансових ринків не причиною, а важливою передумовою економічного зростання.

Отже, можна дійти висновку, що розвиток фінансової системи сприяє загальному економічному зростанню, але причинно-наслідковий зв'язок між цими процесами має двосторонній характер і залежить у різних країнах від сукупності специфічних умов та чинників. Тому ступінь впливу фінансового ринку на економічне зростання відрізняється

у різних країнах. Справді активний вплив фінансового ринку на економічну систему держави починається після досягнення цим ринком достатнього рівня фінансової глибини та ємності, що можна бачити в США.

І хоча поки що фінансова система в Україні мала не таке велике значення для загального економічного зростання, як у країнах з розвиненими фінансовими ринками, можна прогнозувати, що на наступній стадії економічного розвитку вплив національного фінансового ринку може мати принципове значення.

Оскільки основною особливістю ринків країн з перехідною економікою (зокрема, України) є низька монетизація і слабкість фінансових потоків, це створює загрозу для економічної і, зокрема, інвестиційної безпеки. В Україні фрагментований і відносно невеликий за обсягом фінансовий ринок не може виконувати своїх функцій, насамперед функцій акумуляції та перерозподілу капіталу для розвитку реального сектора економіки – а саме завдяки цим функціям фінансовий ринок сприяє розвитку реального сектора економіки. Недостатня глибина фінансового ринку та рівень монетизації створюють загрози для інвестиційної безпеки країни.

Шляхи активізації функцій акумуляції та перерозподілу капіталу для розвитку реального сектора української економіки є напрямом подальших досліджень автора.

Список використаної літератури:

1. *Александров В.В., Задорожний Г.В., Юрченко О.Є.* Фінансово-кредитна система як фактор економічної безпеки транзитивного суспільства. – Х.: Харківський нац. ун-т ім. В.Н. Каразіна, 2002. – 235 с.
2. *Гесць В.М., Панченко Є.Г., Лібанова Є.М.* Перехідна економіка. – К.: Вища школа, 2003. – 591 с.
3. *Дворецкая А.Е.* Эффективный рынок капиталов и экономический рост (unpan1.un.org/intradoc/groups/public/document/s/SSPE/UNPAN028513.pdf). – С. 3.
4. *Єрмошенко М.М.* Основні засади підвищення фінансової безпеки держави // Стратегічна панорама. – 1998. – № 1-2. –

- С. 99-114 (Економічна безпека України: проблеми та перспективи (Матеріали “круглого столу”)) (www.niss.gov.ua/book/journal/index.htm). – С. 18.
5. Корнєєв В.В. Еволюція і перспективи фінансового ринку України (me.kmu.gov.ua/file/link/106645/file/ЕсІnUkr_09_2007_ІІ.pdf).
6. Лютий І.О., Міщенко В.І. Вплив фінансового сектору на функціонування економічної системи // Фінанси України. – 2007. – № 3. – С. 28.
7. МВФ, Перспективы развития региональной экономики: Европа. Укрепление финансовых систем, ноябрь 2007 (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/eur/2007/ereo1107r.pdf>).
8. Миркин Я.М. “Финансовая глубина” экономики и капитализация рынка акций (http://www.mirkin.ru/_docs/00kolonka02.doc).
9. Філіпенко А.С. Економічний розвиток сучасної цивілізації. – К.: Знання України, 2006. – С. 140.
10. Финансирование роста: выбор методов в изменчивом мире / Пер. с англ. – М.: Изд-во “Весь Мир”, 2002. – С. 5-6.
11. Anand B., Galetovic A. Investment Banking and Security Market Development: Does Finance Follow Industry. IMF Working paper WP/01/90/ – 2000 (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0190/pdf). – P. 3.
12. Atje R., Jovanovic B. Stock Markets and Development // *European Economic Review*. 1993. – 37 (2-3). – P. 632-640.
13. Barro R. Inflation and Economic Growth // Bank of England Quarterly Bulletin. – 1995. – P. 166-176.
14. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and Sources of Growth // *Journal of Financial Economics*. – 2000. – № 58. – P. 261-300. (www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workingpapers/wps2000series/wps2057/wps2057.pdf).
15. Berglof E., Bolton P. The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition // William Davidson Working Paper Number 414. December 2001 (<http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp414.pdf>). – P. 2-3.
16. Bhide A. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity // *Journal of Financial Economics*. – 1993. – Vol. 34(1). – P. 31-51.
17. Bullard J., Keating J. The Long-Run Relationship Between Inflation and Output in Postwar Economies // *Journal of Monetary Economics*. – 1995. – Vol. 36. – P. 477-496.
18. Demirgüç-Kunt A., Levine R. Stock Market Development and Financial Intermediaries: Stylized Facts, World Bank 1995 (http://www-wds.worldbank.org/servlet/WDSContentServer/WDSP/IB/1995/05/01/000009265_3961019111757/Rendered/PDF/multi_page.pdf).
19. Fisher S. The Role of Macroeconomic Factors in Growth // *Journal of Monetary Economics*. – 1993. – Vol. 32. – P. 485-512.
20. Gelb A. Financial policies, growth, and efficiency. World Bank. Policy, Planning and Research Department working papers ; no. WPS 202 (http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&theSitePK=469372&piPK=64165421&menuPK=64166322&entityID=000009265_3960928003618).
21. IMF. Regional Economic Outlook, Europe: Strengthening Financial Systems, Nov. 2007 (www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf). – P. 49.
22. Hicks J. A Theory of Economic History. – Oxford: Clarendon Press, 1969.
23. Khan M. S., Senhadji A. S. Inflation and Financial Depth. IMF Working paper WP/01/44, 2001 (www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0144.pdf). – P. 1, 13.
24. King R., Levine R. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // *Journal of Monetary Economics*. – 1993 December. – Vol. 32. №3 (<http://www.sciencedirect.com/science/article/B6VBW-458XPFR-8/2/bf62014174980fc5de6904dcf1d6144e>).
25. King R., Levine R. Finance and growth: Schumpeter might be right. Policy Research Working Paper 1083. – World Bank, 1993. – (http://www-wds.worldbank.org/external/default/WDSContentServer/IW3P/IB/1993/02/01/000009265_3961004042036/Rendered/PDF/multi_page.pdf). – P. 4-5.

26. *Levine R.* Stock Markets, Growth, and Tax Policy // *Journal of Finance.* – 1991, Vol. 46(4). – P. 1445-1465.

27. *Levine R.* Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. WP 1678, World Bank, 1996 (www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1678-abstract.html).

28. *Levine R.* More on Finance and growth: More Finance more Growth? // FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS/ - JULY/AUGUST 2003. - #07-08. P.31-46 (<http://research.stlouisfed.org/publications/review/03/07/Levine.pdf>). – P. 36.

29. *Levine R.* Finance and Growth: Theory and Evidence // NBER Working Paper 10766 (http://www.econ.brown.edu/fac/Ross_Levine/Publication/Forthcoming/Forth_Book_Durlauf_FinNGrowth.pdf).

30. *Levine R., Zervos S.* Stock Markets, Banks, and Economic Growth. WP 1690. – World Bank, 1998 (www.worldbank.org/html/dec/Publications/Workpapers/wps1690-abstract.html).

31. *Lucas R.* On the Mechanics of Economic Development // *Journal of Monetary Economics.* – 1988. – Vol. 22. (<http://qed.econ.queensu.ca/pub/faculty/lloyd-ellis/econ815/papers/lucas88.pdf>). – P. 6.

32. *Miller M.* Financial Markets and Economic Growth // *Journal of Applied Corporate Finance.* – 1998. – Vol. 11 (3). – (<http://www.blackwell-synergy.com/doi/abs/10.1111/j.1745-6622.1998.tb00498.x>). – P. 14.

33. *Robinson J.* The Generalization of the General Theory // *The Rate of Interest and Other Essays.* – L.: MacMillan, 1952. – P. 82.

34. *Rousseau P., Sylla R.* Emerging Financial Markets and Early U.S. Growth. NBER Working Paper No. 7448 (papers.nber.org/papers/w7448).

35. *Rousseau P.* Historical Perspectives on Financial Development and Economic Growth // NBER Working Paper 9333, 2002. (www.nber.org/papers/w9333). – 49 p. – P. 3.

36. World Bank. Finance for Growth. World Bank Police Research Report. – Washington, 2001 (<http://econ.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/EXTDEC/EXTRESEARCH/EXTPRRS/EXTFINGRTH/0,,contentMDK:203>

25243~entityID:00094946_01052404084811~menuPK:477857~pagePK:64168098~piPK:64168032~theSitePK:477849,00.html). – P. 5. Figure 1.

37. Детальніше щодо принципів розрахунків обсягу грошових агрегатів див.: Banque de France, Principaux indicateurs économiques et financiers, Agrégats de monnaie (www.banque-france.fr/fr/stat_conjoncture/telnomot/zoneeuro/zea010.pdf). Дані щодо розміру грошових агрегатів країн зони євро наводить Європейський банк (www.ecb.int/press/pdf/md/md0106.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0201.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0301.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0401.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0501.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0601.pdf; www.ecb.int/press/pdf/md/md0701.pdf). Дані для Чехії наводить Чеський національний банк (www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/statistics/money_and_banking_stat/mon_bank_stat/2005/menstat_1205_en.pdf; http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/statistics/money_and_banking_stat/mon_bank_stat/2006/menstat_1206_EN1.pdf; http://www.cnb.cz/m2export/sites/www.cnb.cz/en/statistics/money_and_banking_stat/mon_bank_stat/2007/menstat_1207_EN_M.pdf); для Румунії – Румунський національний банк (www.bnro.ro/def_en/e2007b112s.pdf; www.bnro.ro/def_en/e2007b112s.pdf; www.bnro.ro/def_en/e2007b112s.pdf).

МОШЕНСЬКИЙ Сергій Захарович – кандидат економічних наук, професор кафедри фінансів Житомирського державного технологічного університету

Наукові інтереси:

- економічна безпека України;
- теорія і практика венчурного інвестування
- венчурні інвестиції як фактор підвищення економічної безпеки держави