

УДК 330.43:330.354:336.761

М. В. Стирський,
к. е. н., доцент, доцент кафедри економічної теорії,
Львівський національний університет імені Івана Франка, м. Львів

КІЛЬКІСНА ОЦІНКА ВПЛИВУ РИНКУ АКЦІЙ НА ДИНАМІКУ РЕАЛЬНИХ ЕКОНОМІЧНИХ ЗМІННИХ

М. Styrskyi,
candidate of economic sciences, associate professor, associate professor
of the department of economic theory, Ivan Franko National University of Lviv, Lviv

QUANTITATIVE ASSESSMENT OF THE STOCK MARKET IMPACT ON REAL ECONOMIC VARIABLES DYNAMICS

У статті досліджуються питання форм та інтенсивності впливу ринку акцій на розвиток реальної економіки. Статистичну основу дослідження складають дані Світового банку про розвиток реального та фінансового секторів економік 39-ох країн з 2003 по 2015 роки. З допомогою методу найменших квадратів отримано кількісні оцінки впливу капіталізації ринку акцій та обсягів торгівлі акціями на динаміку ключових параметрів розвитку національної економіки. Встановлено, що рівень розвитку ринків акцій не справляв значущого впливу на темпи зростання споживчих видатків аналізованих країн. Виявлено слабкий прямий зв'язок між капіталізацією ринків акцій та темпами зростання ВВП. З'ясовано, що зростання ліквідності ринку акцій негативно позначалось на обсягах надходження прямих іноземних інвестицій. Частково підтверджено гіпотезу про здатність ринків акцій забезпечувати згладжування коливань окремих параметрів розвитку національної економіки. Констатовано, що за рівнем інтенсивності впливу на реальну економіку ринки акцій найчастіше поступаються кредитному ринку.

The article studies the issue of forms and intensity of the stock market influence on development of real economy. Statistical basis of the study is made by the data from the World Bank on the development of the real and financial sectors of economy of 39 countries from 2003 to 2015. By the use of least square method there has been received the quantitative assessment of the impact of stock market capitalization and share trading volume on the dynamics of key parameters of the national economy. It is established that the stock markets development level had no impact on consumption expenditure rate of the countries under study. A weak direct links is determined between the level of stock market capitalization and economic growth rate. It is found that the increase in liquidity of stock market had a negative impact on foreign direct investment amount. There is practically confirmed hypothesis on the ability of stock markets to ensure smoothing in fluctuations of some individual parameters of the national economy development. It is asserted that by the level of intensity of the impact on the real economy stock markets are often inferior to the credit market.

*Ключові слова: ринок акцій, ринкова капіталізація, економічне зростання, інвестиції, банківський сектор.
Key words: stock market, market capitalization, economic growth, investment, banking sector.*

ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМИ

Серед широкого кола проблем, досліджуваних сучасною економічною наукою, чимраз більшу увагу привертають до себе питання інтенсивності та механізмів впливу фондового ринку на розвиток реального сектору національної економіки. Цим закладаються основи для усунення сформованого дотепер дисбалансу у вивченні закономірностей функціонування фінансових систем на користь банківського сектора. Зміна акцентів цілком відповідає потребам формування нових теоретико-методологічного інструментарію та важелів економічної політики, адекват-

них, згідно із формулюванням Г.Ф. Мінські та Ч. Уолена, фінансовій стадії капіталізму грошових менеджерів [2, с. 38—39], головні ознаки якої притаманні більшості країн світу. Йдеться передусім про помітну участь в управлінні фінансовими потоками у національному та глобальному вимірі інституційних інвесторів. Оскільки вони репрезентують широкі верстви власників грошових коштів, фінансові імпульси набувають здатності прискорюватися та охоплювати всі ланки господарської системи, за певних умов спричиняючи винятково глибокі кризи.

АНАЛІЗ ОСТАННІХ ДОСЛІДЖЕНЬ І ПУБЛІКАЦІЙ

Оцінюючи здобутки наукової спільноти у зазначеній царині, слід пам'ятати, що інтеграція елементів фінансового сектору у всеохопні моделі економічного зростання відбулася, за мірками історії науки, порівняно недавно і досі має фрагментарний характер. Відтак, якщо такі явища як людський капітал, дифузія інновацій, демографічні зрушення, виробництво суспільних благ тощо складають нині органічну частину теорії економічного зростання та широко представлені навіть у навчальній літературі (вдаючись ілюстрацією в даному разі може вважатися підручник Р. Барро та Х. Сала-і-Мартіна [4]), вплив фінансових ринків на динаміку реальних економічних змінних залишається предметом дискусій.

Підсумком чималої кількості емпіричних досліджень є твердження, що розвиток фінансових ринків та інститутів (і ринку акцій — у тому числі) здатен прискорювати економічне зростання. Причому такий висновок випливає як із досліджень, в основу яких покладено глибокий історичний екскурс, як от праця П. Руссо [10], так і опертих на кількісний аналіз даних про економічний розвиток в останній чверті ХХ століття [5; 7; 8]. Щоправда, якщо мова йде про ринки акцій, позитивний ефект найчастіше виявляється досить малим і таким, що значно поступається внеску, здійснюваному в економічне зростання банківською системою. Крім того, окремі дослідники, наприклад Е. Штокгаммер [11], спростовують усталену в економічній науці тезу про наявність безпосереднього прямого зв'язку між вартістю акціонерного капіталу та інвестиційними видатками фірм, наголошуючи на існуванні значно складнішого передавального механізму. Йдеться про те, що коливання курсів акцій найперше позначаються на споживчих видатках домогосподарств, котрі опосередковано через механізм акселератора впливають на інвестиційну активність бізнесу.

Водночас не бракує і праць, у яких наголошується, що ринок акцій може виступати як дестабілізатор економічного розвитку, так і амортизатором ділового циклу. Зокрема Ф. Ган на підставі панельного економетричного аналізу макропараметрів 22-ох країн-членів Організації економічної співпраці та розвитку за період із 1970 по 2000 р. зробив висновок, що ринки акцій посилюють монетарні шоки і в такий спосіб помножують коливання обсягів виробництва, але водночас знижують інтенсивність перепадів, породжених у середовищі реального сектору [6].

Успішними виявились також спроби довести чутливість головних компонентів сукупного попиту до рівня волатильності ринку корпоративних прав власності з допомогою інструментарію фінансової економіки. Так, на матеріалах США було встановлено, що породжувана вищою волатильністю ринку акцій невпевненість у майбутньому розвитку економіки спричиняє скорочення видатків на товари тривалого (меншою мірою — поточного) вжитку та (із квартальним лагом) інвестиційних видатків [9]. Заслужують особливої уваги дослідження, об'єктами яких виступають країни з помітно різним рівнем розвитку як економіки в цілому, так і фондових ринків зокрема. Наприклад, Н. Розанова, піддавши порівняльному аналізу висновки ключових моделей та дослідивши фінансові і макроекономічні показники дев'яти (у деталізованому форматі — семи) країн за 1988—2003 рр., у підсумку вказує, що розвинутий ринок акцій щонайменше згладжує економічні коливання. А за певних умов, виконуючи роль стабілізатора заощаджень, він може прискорювати економічне зростання [1].

ПОСТАНОВКА ЗАВДАННЯ

У цілому можна погодитися із думкою, висловленою В. Свірським, що переважна більшість досліджень останніх десятиліть має яскраво виражену емпіричну спрямованість і меншою мірою орієнтована на творення нового теоретичного знання [3, с. 81]. Не в останню чергу це пояснюється нагальною необхідністю напрацювання інструментарію запобігання фінансовим кризам, частота та глибина яких помітно зросли. Своєю чергою виникає потреба у періодичному уточненні наукових уявлень про форми та інтенсивність взаємозв'язку реального і фінансового секторів національних економік з урахуванням нових статистичних даних, а також щодо ширшого кола досліджуваних об'єктів. Пропонована стаття має на меті кількісно оцінити значущість ринків акцій для диференційованих за рівнем економічного розвитку та доміантними каналами фінансування національних економік на початку третього тисячоліття.

ВИКЛАД ОСНОВНОГО МАТЕРІАЛУ ДОСЛІДЖЕННЯ

Статистичну основу дослідження склали дані Світового банку про розвиток реального та фінансового секторів економік 39-ох країн з 2003 по 2015 роки [12], з яких частина (такі, як Австрія, Греція, Ірландія, Німеччина та інші) репрезентують фінансові системи, оперті на комерційне банківництво, частина (як ПАР чи США) чітко демонструють виражену ринкову доміанту, інші ж не можуть бути кваліфіковані як виразники одного із зазначених типів фінансових систем (чи то з огляду на збалансований розвиток і масштаб кожної із підсистем, як Австралія, чи то через слабкість фінансового сектору в цілому, як, наприклад, Аргентина). Слід зазначити, що порівняно невеликий обсяг вибірки зумовлений відсутністю у статистичній базі міжнародної фінансової інституції порівняних даних щодо низки країн за тривалий проміжок часу. Тож серед об'єктів досліджуваної сукупності лише три (Китай, Словенія та Угорщина) представляють економіки, ринкові інститути в яких відновлено чи створено після тривалої доби планового управління (табл. 1).

З множини реальних макроекономічних змінних, на які ринок акцій здатен чинити відчутний вплив, виокремлено такі:

- 1) темпи приросту реального валового внутрішнього продукту (ВВП) (у %);
- 2) темпи приросту реального ВВП на душу населення (у %);
- 3) темпи приросту валового нагромадження капіталу, в тому числі — основного (у %);
- 4) чисте надходження прямих іноземних інвестицій у країну (частка у ВВП, %);
- 5) темпи приросту кінцевих споживчих видатків домогосподарств та державного сектору (у %).

У якості індикаторів рівня розвитку фондового ринку обрано капіталізацію ринку акцій (у % щодо ВВП), обсяги торгівлі акціями (у % щодо ВВП) та частку обсягів торгівлі акціями у ринковій капіталізації (у %, обрано як еквівалент рівня ліквідності ринку). Оскільки визначальними для розвитку реальної економіки виступають, окрім ринку акцій, також інші параметри, дослідження враховувало також такі показники як темпи приросту експорту товарів і послуг (у %), обсяги кредитування національної економіки фінансовим сектором в цілому та приватного сектора зокрема, в тому числі банками (всі значення — у % до ВВП).

Для кожного з параметрів розраховано середні за досліджуваний період значення, а для ендогенних змінних — також середні значення абсолютних відхилень показ-

Таблиця 1. Головні показники розвитку фінансового сектору досліджуваних країн (% ВВП, середнє за 2003–2015 рр.)

Країна	Капіталізація ринку акцій	Внутрішнє кредитування банками приватного сектору	Країна	Капіталізація ринку акцій	Внутрішнє кредитування банками приватного сектору
Австралія	110,51	119,57	Норвегія	55,65	108,86
Австрія	31,52	92,91	Об'єднані Арабські Емірати	41,90	59,60
Аргентина	15,56	12,42	Перу	43,62	25,38
Бельгія	66,18	60,28	Південна Африка	227,19	69,37
Бразилія	53,28	48,55	Південна Корея	81,17	132,22
Гонконг	907,27	173,03	Польща	32,27	41,27
Греція	39,36	93,92	Португалія	35,24	139,21
Ізраїль	78,53	70,14	Сінгапур	227,77	105,00
Індія	76,06	46,56	Словенія	23,67	61,69
Індонезія	37,77	27,01	США	124,24	53,13
Ірландія	48,07	119,38	Таїланд	75,22	98,39
Іспанія	82,72	146,97	Туреччина	30,24	41,43
Китай	51,90	123,20	Угорщина	20,87	48,96
Люксембург	153,97	87,56	Філіппіни	61,60	32,46
Маврикій	61,67	84,96	Франція	76,32	89,75
Малайзія	139,72	111,11	Чилі	109,87	69,82
Мальта	47,24	108,12	Швейцарія	213,21	158,66
Мексика	33,70	18,29	Шрі Ланка	23,80	32,78
Нідерланди	83,73	114,87	Японія	82,39	104,25
Німеччина	44,10	92,95	Світ в цілому	87,53	82,03

Джерело: складено за [12].

ників за суміжні роки як міру мінливості. При цьому, за браком необхідних даних, для моделей, які містили як регресор обсяги торгівлі акціями чи ліквідність ринку, досліджуваний період зменшувався на один рік (2003—2014 рр.) з метою уникнення звуження вибірки. В основу економетричного моделювання покладено припущення про лінійну форму зв'язків між змінними, а оцінювання коефіцієнтів при регресорах здійснювалося з допомогою методу найменших квадратів. Оскільки формат статті не дозволяє розкрити повну структуру отриманих залежностей, у таблиці 2—4 наведено лише її фрагменти.

Як з'ясувалося, для досліджуваної сукупності темпи економічного зростання для вказаних вище часових проміжків визначалися передусім експортними можливостями країн та обсягами внутрішнього кредитування економік.

При цьому вплив темпів приросту експорту товарів та послуг, як і очікувалося, був позитивним, а значущість відповідного коефіцієнта при регресорі завжди була високою. Натомість вплив обсягів кредитування виявився негативним, причому вибір показника, що репрезентував інтенсивність користування позиковими коштами, на знак при регресорі

Таблиця 2. Результати множинного регресійного аналізу впливу ринку акцій на темпи приросту реального ВВП та ВВП на душу населення

Регресори	Залежна змінна			
	Реальний ВВП		Подушний реальний ВВП	
	Темпи приросту	Мінливість	Темпи приросту	Мінливість
Константа	2,073681202	2,428454066	1,911131183	2,381303735
	2,590771654	3,626445659	2,054828081	3,548216754
	[0,0139]	[0,0009]	[0,0474]	[0,0011]
Темпи приросту експорту товарів та послуг	0,471590557	0,07319709	0,306212044	0,074316837
	4,894948415	0,943512532	2,952848942	0,955839871
	[0,0]	[0,3519]	[0,0056]	[0,3457]
Внутрішнє кредитування приватного сектору	-0,01749104	-0,00355348	—	-0,00288305
	-2,85990273	-0,8900564	—	-0,72054302
	[0,0071]	[0,3795]	—	[0,4760]
Обсяги внутрішнього кредитування фінансовим сектором	—	—	-0,01339103	—
	—	—	-2,52024236	—
	—	—	[0,0164]	—
Ринкова капіталізація лістингових компаній	0,003623372	—	—	—
	1,815772975	—	—	—
	[0,0780]	—	—	—
Обсяги торгівлі акціями	—	—	0,004571156	—
	—	—	1,179324702	—
	—	—	[0,2462]	—
Ліквідність ринку акцій	—	-0,0039749	—	-0,00412536
	—	-1,04561192	—	-1,08280602
	—	[0,3029]	—	[0,2863]
Скоригований R^2	46,5493036	4,261133666	31,06803334	3,174899383
F-критерій	12,03118	1,563766	6,708939	1,415341
	[0,0]	[0,2155]	[0,0011]	[0,2547]
Період	2003-2015	2003-2014	2003-2014	2003-2014

Примітка: тут і нижче наведено коефіцієнти при регресорах та t-статистики, а у прямокутних дужках — рівень значущості.

Таблиця 3. Результати множинного регресійного аналізу впливу ринку акцій на темпи приросту валового нагромадження капіталу

Регресори	Залежна змінна			
	Валове нагромадження капіталу		Валове нагромадження основного капіталу	
	Темпи приросту	Мінливість	Темпи приросту	Мінливість
Константа	8,958057766	15,68249580	8,649861996	10,62469615
	7,106980588	8,731887905	7,1667932	8,01357988
	[0,0]	[0,0]	[0,0]	[0,0]
Внутрішнє кредитування приватного сектору	-	-	-	-0,02089237
	-	-	-	-1,44085279
	-	-	-	[0,1583]
Обсяги внутрішнього кредитування фінансовим сектором	-0,03894887	-0,02983387	-0,03872186	-
	-3,81233722	-2,03668919	-3,95819324	-
	[0,0005]	[0,0491]	[0,0003]	-
Обсяги торгівлі акціями	0,005958805	-	0,00631946	-
	0,793568174	-	0,878920233	-
	[0,4326]	-	[0,3853]	-
Ліквідність ринку акцій	-	-0,02457361	-	-0,0277689
	-	-1,30967994	-	-2,00222634
	-	[0,1986]	-	[0,0528]
Скоригований R ²	25,88683805	18,12432876	27,42522187	19,73642752
F-критерій	7,636472	5,205917	8,179894	5,672009
	[0,0017]	[0,0103]	[0,0012]	[0,0072]
Період	2003-2014	2003-2014	2003-2014	2003-2014

не впливав. Ймовірно йдеться про те, що консерватизм кредиторів нерідко спонукає їх відмовляти позичальникам, чії бізнес-ідеї, попри інноваційність, а отже, здатність прискорювати економічний розвиток, бачаться надто ризикованими. Важливо також зазначити, що використання в моделях як залежної змінної темпів приросту реального подушного ВВП, зазвичай, не позначалося на висновках щодо форми та значущості впливу відповідних регресорів.

Водночас значущий коефіцієнт при регресорі, що відповідав за вплив на економічне зростання ринку акцій вдалося зафіксувати лише у двох моделях. В обох випадках ринок корпоративних прав власності характеризувала ринкова капіталізація лістингових компаній країн, а кредитний канал репрезентували внутрішнє кредитування приватного сектора в цілому (див. табл. 2) чи за посередництва банків. Значення коефіцієнта виявилось досить низьким: кожен додатковий процент ринкової капіталізації збільшував темпи приросту ВВП менш як на 0,004%. Заміна залежної змінної на подушний ВВП значущого впливу ринку акцій виявити не дозволила. Обрані для дослідження регресори також не дали змогу однозначно встановити причини мінливості темпів приросту обсягів виробництва.

Схожі результати було зафіксовано у моделях, де залежною змінною виступала інвестиційна активність еконо-

мічних суб'єктів досліджуваних країн. Регресори, відповідальні за ринок акцій, виявили низьку пояснювальну силу незалежно від вимірника інвестиційної активності, а обсяги кредитування демонстрували значущий негативний вплив, що вписується у висловлену вище тезу про консерватизм позикодавців. Разом з тим, ймовірно, саме останній виступав своєрідним запобіжником надмірних перепадів обсягів інвестування — для більшості моделей з мінливістю темпів приросту капіталу коефіцієнти при відповідних регресорах були від'ємними. Але в моделях, покликаних пояснити коливання інвестицій в основний капітал, використання як регресорів обсягів торгівлі акціями чи ліквідності ринку схилило шальки терезів на користь останніх. У цьому разі саме збільшення значень показників ринку акцій згладжувало коливання інвестиційної активності, тоді як вплив кредитування залишався невизначеним (див. напр. табл. 3).

Темпи приросту кінцевих споживчих витрат, як випливає із результатів дослідження, однозначно і негативно реагували лише на обсяги банківського кредитування приватного сектора. Тоді як мінливість показника згладжувалася завдяки зростанню кредитних вливань у приватний сектор із усіх доступних джерел. Єдиний випадок з подібним ефектом зафіксовано у разі одночасного використання як

Таблиця 4. Результати множинного регресійного аналізу впливу ринку акцій на темпи приросту споживчих витратків та чисте надходження прямих іноземних інвестицій

Регресори	Залежна змінна			
	Кінцеві споживчі витратки домогосподарств та державного сектору		Чисте надходження прямих іноземних інвестицій	
	Темпи приросту	Мінливість	Темпи приросту	Мінливість
Константа	78,65110579	1,7993925	4,861474529	4,131260206
	21,92340472	7,652511906	0,571172385	0,691562027
	[0,0]	[0,0]	[0,5714]	[0,4936]
Обсяги внутрішнього кредитування фінансовим сектором	-	-	-	0,106531979
	-	-	-	2,186506758
	-	-	-	[0,0354]
Внутрішнє кредитування банками приватного сектору	-0,08227803	-0,00301635	0,175348945	
	-2,09796832	-1,17346987	1,884578341	
	[0,043]	[0,2483]	[0,0676]	
Ліквідність ринку акцій	0,016706263	-0,00443357	-0,15634407	-0,16362996
	0,515020048	-2,08532044	-2,0315254	-2,62189069
	[0,6097]	[0,0442]	[0,0496]	[0,0127]
Скоригований R ²	5,963445681	13,18698899	9,463939196	13,89300387
F-критерій	2,204909	3,88612	2,986113	4,065571
	[0,1249]	[0,0296]	[0,0631]	[0,0256]
Період	2003-2014	2003-2014	2003-2014	2003-2014

регресорів обсягів банківського кредитування та ліквідності фондового ринку (табл. 4). Але ця модель характеризувалася гіршими статистичними оцінками, порівняно з альтернативними. Не слід оминати увагою й те, що використана залежна змінна відображає як приватне, так і державне споживання, інтенсивність та форма залежності яких від розвитку фінансового сектору може істотно різнитися.

Врешті, на відміну від кредитної активності зростання ліквідності ринку акцій негативно позначалося на чистому надходженні прямих іноземних інвестицій. Ймовірно це пояснюється тим, для іноземного інвестора на перших етапах його роботи в країні наявність доступу до позик на внутрішньому ринку для реалізації проектів з тривалим горизонтом капіталовкладень не є зайвою. Тоді як вища ліквідність ринку акцій, вочевидь, спонукає резидентів віддавати перевагу портфельному інвестуванню. Водночас вона ж є певною гарантією спроможності вивести капітал з економіки країни-реципієнта у будь-який час, що утримує іноземного інвестора від різкої зміни інвестиційних планів. На користь цього може свідчити те, що єдиною статистично значущою виявилася модель множинної регресії, що фіксує позитивний вплив на мінливість прямого іноземного інвестування обсягів кредитування фінансовим сектором та негативний — ліквідності ринку акцій.

ВИСНОВКИ

Як можна судити із результатів дослідження, залежність ключових макроекономічних показників реального сектора національної економіки від рівня розвитку ринку акцій є далеко неоднозначною, а тому потребує подальшого вивчення із залученням ширшого фактологічного матеріалу та досконаліших аналітичних інструментів. Йдеться, зокрема, про врахування можливостей взаємного фінансування економічних суб'єктів різних країн; використання альтернативних варіантів ендогенних змінних (наприклад, рівня конкурентності товарних ринків [13, р. 50]) та мір мінливості макропоказників; застосування моделей, які беруть до уваги взаємопов'язаність мотивів суб'єктів кредитного та фондового ринків тощо.

Література:

1. Розанова Н.М. Фондовый рынок как фактор экономического роста / Н.М. Розанова // Terra Economicus. — 2006. — Т. 4. — № 3. — С. 71—83.
2. Розмаинский И.В. Вклад Х.Ф. Мински в экономическую теорию и основные причины кризисов в позднейиндустриальной денежной экономике / И.В. Розмаинский // Terra Economicus. — 2009. — Т. 7. — № 1. — С. 31—42.
3. Свірський В. Вплив фінансового сектору на економічне зростання: ретроспективний аналіз гіпотез та наукових парадигм сучасної світової науки / В. Свірський // Світ фінансів. — 2014. — № 3. — С. 72—82.
4. Barro R.J. Economic growth / Robert J. Barro, Xavier Sala-i-Martin. — 2nd ed. — Cambridge: The MIT Press, 2004. — 654 p.
5. Financial structure and economic development firm: firm, industry and country evidence [Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R., Maksimovic V.] // Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets, and development / [A. Demirguc-Kunt, R. Levine, T. Beck and other]. — Cambridge: The MIT Press, 2001. — P. 189—241.
6. Hahn F.R. Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern / Franz R. Hahn // Berichte und Studien der OeNB. — 2003. — № 1. — S. 140—160.
7. Levine R. Bank-based or market-based financial systems: which is better / Ross Levine // NBER Working Paper Series. — 2002. — No. 9138. — 44 p.

8. Levine R. More on finance and growth: more finance, more growth? / Ross Levine // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. — 2003. — Vol. 85. — Number 4. — P. 31—46.

9. Raunig B. Aktienmarktvolatilität und Konjunkturzyklus / B. Raunig, J. Scharler // Geldpolitik&Wirtschaft: Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik. — 2010. — Q2. — S. 56—66.

10. Rousseau P.L. Historical perspectives on financial development and economic growth / P.L. Rousseau // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. — 2003. — Vol. 85. — Number 4. — P. 81—106.

11. Stockhammer E. Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen / Engelbert Stockhammer // Berichte und Studien der OeNB. — 2003. — № 1. — S. 121—139.

12. The World Bank: Indicators / [Electronic resource]: [Web-Site] Mode of access: <http://data.worldbank.org/indicator> (viewed on January 15, 2017). — Title from the screen.

13. Zingales L. The weak links / Luigi Zingales // Federal Reserve Bank of St. Louis Review. — 2003. — Vol. 85. — Number 4. — P. 47—52.

Referenses:

1. Rozanova, N.M. (2006), "Stock market as a factor of economic growth", Terra Economicus, vol. 4, no. 3, pp. 71—83.
 2. Rozmainskij, I.V. (2009), "H.P. Minsky's contribution to economic theory and the main causes of crises in late industrialized monetary economy", Terra Economicus, vol. 7, no. 1, pp. 31—42.
 3. Svirskyi, V. (2014), "The effect of financial sector on economic growth: retrospective analysis of empirical hypotheses and scientific paradigms of modern world science", Svit finansiv, vol. 3, pp. 72—82.
 4. Barro, R.J. and Sala-i-Martin, X. (2004), Economic growth, 2nd ed., The MIT Press, Cambridge, England.
 5. Beck, T. Demirguc-Kunt, A., Levine, R., Maksimovic, V. (2001), "Financial structure and economic development firm: firm, industry and country evidence", in Demirguc-Kunt, A. and Levine R. (Ed.), Financial structure and economic growth: a cross-country comparison of banks, markets, and development, The MIT Press Cambridge, England, pp. 189—241.
 6. Hahn, F.R. (2003), "Finanzmarktentwicklung und Wachstumsschwankungen in den OECD-Ländern", Berichte und Studien der OeNB, vol. 1, pp. 140—160.
 7. Levine, R. (2002), "Bank-based or market-based financial systems: which is better", NBER Working Paper Series, No. 9138, pp. 1—44.
 8. Levine, R. (2003), "More on finance and growth: more finance, more growth?", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, Vol. 85, No. 4, pp. 31—46.
 9. Raunig, B. and Scharler J. (2010), "Aktienmarktvolatilität und Konjunkturzyklus", Geldpolitik&Wirtschaft: Quartalsheft zur Geld- und Wirtschaftspolitik, Q2, pp. 56—66.
 10. Rousseau, P. L. (2003), "Historical perspectives on financial development and economic growth", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 85, No. 4, pp. 81—106.
 11. Stockhammer, E. (2003), "Aktienmärkte, Shareholder Value und Investitionen", Berichte und Studien der OeNB, № 1, pp. 122—124, 127.
 12. The World Bank (2017), Indicators, available at: <http://data.worldbank.org/indicator> (Accessed 15 January 2017).
 13. Zingales, L. (2003). "The weak links", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, vol. 85, No. 4, pp. 47—52.
- Стаття надійшла до редакції 01.07.2017 р.*