

## **ВПЛИВ СТРУКТУРИ ФІНАНСОВОГО РИНКУ НА ЗАГАЛЬНИЙ РОЗВИТОК ЕКОНОМІЧНОЇ СИСТЕМИ ТА ЇЇ БЕЗПЕКИ**

*У статті висвітлено зв'язок між структурою фінансового ринку, економічним розвитком країн з транзитивною економікою (зокрема, України) та інвестиційною безпекою, визначено переваги і недоліки банківської системи і ринку цінних паперів як джерела інвестування для економічного зростання країни та інвестиційної безпеки.*

Стале економічне зростання потребує залучення масштабних інвестицій, надходження яких залежить від того, наскільки оптимальною є структура фінансового ринку.

Для позначення двох основних видів фінансових ринків зазвичай використовують терміни “фінансова система, заснована на банках” (bank based financial system) – так звана континентальна модель; “фінансова система, заснована на ринку цінних паперів” (market based financial system) – так звана англо-американська модель. Однак якщо ще два десятиліття назад фінансові системи розвинених країн можна було достатньо чітко розділити на ці два види, то протягом 1990-х років у багатьох європейських країнах фінансові системи почали набувати все більше “ринкових” рис. Внаслідок процесів економічної глобалізації відбувається поступове зближення континентальної та англо-американської моделей фінансових ринків. Проте, відмінності між двома типами фінансових ринків усе ще зберігаються, і для тієї стадії розвитку, на якій знаходиться фінансовий ринок в Україні, ці відмінності мають важливе значення. Дослідження останніх років довели, що архітектура фінансового ринку (використання моделі, орієнтованої на банківське фінансування, або моделі, орієнтованої на фінансування через ринок цінних паперів) впливає на динаміку економічного розвитку. Однак для країн з перехідною економікою, зокрема України, не вирішеною залишається проблема, яка саме з цих моделей є найефективнішою для сталого економічного зростання і забезпечення інвестиційної безпеки.

Питання щодо впливу архітектури фінансового ринку на загальне економічне зростання набуває особливої актуальності для держав з перехідною економікою, оскільки від того, як воно вирішується залежить проектування архітектури фінансового ринку (зокрема, чи будуть всі країни з

ринками, що формуються, проходити в розвитку фінансових ринків етап первинної орієнтації на банківську систему, чи розвивати паралельно механізми залучення інвестицій за допомогою ринку цінних паперів).

Дослідженню цієї проблеми присвячено праці таких авторів як Е. Бек, Дж. Бойд, С. Зервос, Л. Зінгалес, Р. Левін, Р. Раджан, Д. Сміт, С. Тадессе та ін. (з українських – Л.М. Алексеєнко, В.В. Клименко, Т.Д. Косова та ін.), які розкрили основні закономірності впливу обраного типу архітектури фінансового ринку на динаміку макроекономічного розвитку, але питання вибору оптимальної моделі архітектури фінансового ринку за умов перехідної економіки залишилося недостатньо висвітленим.

Тому мета описаного в статті дослідження – визначити, яка саме модель архітектури фінансового ринку є найоптимальнішою з урахуванням специфіки перехідної економіки України.

Очевидно, є певний зв'язок між загальним розвитком економічної системи і архітектурою фінансового ринку. Банківська система має переваги у тих країнах, де більше поширені дрібні компанії, а ринкова система – у тих країнах, де більше поширені великі підприємства, оскільки саме вони найбільше використовують всі можливості, які надають їм фінансові ринки.

Очевидно, фінансові системи, орієнтовані на ринкову модель, краще (ніж системи, орієнтовані на банківську модель) підходять для фінансування постіндустріальної економіки. Особливо це стосується недавно створених і динамічно зростаючих компаній – банківська система дає значно менше шансів на одержання такими компаніям фінансування (наприклад, на Франкфуртській фондовій біржі за період з 1960 по 1990 рр. середній вік компаній, які провели IPO, становив 57 років; для американських компаній такий вік – анахронізм)<sup>1</sup>.

Оскільки банки мають тенденцію надавати надмірну підтримку компаніям, які зазнають фінансових ускладнень (справедливо мотивуючи це забезпеченням стабільності економічної системи), банківська система може ставати гальмуючим чинником для радикальних технологічних інновацій і динамічного зростання недавно створених компаній, що спеціалізуються на інноваційних технологіях.

На певних етапах економічного розвитку банківське фінансування ефективно, але воно може ставати неефективним на інших етапах. Зокрема, до 1970-х років орієнтовані на банківське фінансування економічні системи

---

<sup>1</sup> *Rajan R., Zingales L. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance* (<http://www.nber.org/papers/w9595>).

Німеччини, Японії та Франції розвивалися набагато швидше, ніж орієнтовані на ринкове фінансування економічні системи США і Англії. Але у 1990-і роки середні річні темпи економічного зростання в США становили 3,1 %, Англії – 2,6 %, Франції – 2,1 %, Німеччині – 1,7 %, Японії – 1,1 %<sup>2</sup>. Очевидно, банківське фінансування виявляється ефективнішим на ранніх стадіях індустріалізації під час створення капіталомістких галузей виробництва, а також в економічних системах, які є відносно невеликими, однорідними і замкненими.

Але розвиток ринку цінних паперів, який відображають показники частки капіталізації ринку акцій в загальному обсязі ВВП, не дає підстав для категоричних висновків про загальний розвиток економічної системи. Відношення капіталізації ринку акцій до ВВП може свідчити про національні особливості механізму залучення капіталу. Зокрема цей показник в Англії у 2006 році був набагато вищий (158 %), ніж в Німеччині (56 %), чи Франції (103 %), хоча за таким показником як ВВП на душу населення економіку Німеччини і Франції (35,4 та 36,7 тис. дол. США) не можна вважати менш ефективною, ніж економіку Англії (39,7 тис. дол. США)<sup>3</sup>.

Разом з тим серед економістів Франції і Німеччині поширена точка зору, що недостатній розвиток ринку акцій (порівняно з Англією та США) свідчить про недостатню розвиненість економічної системи цих країн, тому що розвинений ринок акцій підвищує загальну конкурентоспроможність економіки. Загалом, інновації, які відзначалися протягом останнього десятиріччя у фінансових системах цих країн, змінили самі способи фінансування економічних агентів, зокрема розподіл фінансових коштів і процес рефінансування<sup>4</sup>.

Тенденція зростання капіталізації є загальною – за період 2001–2006 рр. капіталізація фондових ринків зросла в усьому світі, але в економічно розвинених країнах зі зрілою акціонерною культурою (США, Великобританія) це зростання було порівняно невеликим. У деяких розвинених країнах

---

<sup>2</sup> World Economic Outlook. – 2000. – October ([www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/pdf/append.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/pdf/append.pdf)). – P. 199.

<sup>3</sup> Дані за: IMFund, World Economic Outlook Database ([www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx)).

<sup>4</sup> Couret A. Innovation financière et règle de droit. – P.: Dalloz 1990. – P. 135 ; Zerah D. Le système financier français: dix ans de mutation, Documentation française. – P.: Dalloz, 1993 ; Jaffeux C. Bourse et financement des entreprises. – P.: Dalloz, 1994. – P. 5 ; Rigaud R. P. Les mesures propres à favoriser le développement de la titrisation en France. Rapport établi à la demande de J.-Cl. Trichet directeur du Trésor, juin 1991 ; Vauplane H. de, L'amélioration de la compétitivité de la place de Paris à l'heure du passage à l'euro: commentaire de la loi n° 98-546 du 2 juillet 1998. Bulletin Joly Bourse. 1998. – P. 412 ; Granier T., Jaffeux C., La titrisation. Aspects juridique et financier. – P.: Economica, 2004. – P. 21–29.

(Японія, Австрія, Данія, Іспанія, Швеція) інтерес до акціонерної форми фінансування на початку XXI ст. був дещо більшим і капіталізація фондових ринків зростає. Однак справді значне зростання капіталізації фондових ринків у декілька разів у цей час було в країнах з ринками, що формуються, і особливо в країнах Європи з перехідною економікою (зростання в 7,9 рази)<sup>5</sup>.

Прихильники ринкового підходу підкреслюють, що фінансування підприємств через емісію цінних паперів має суттєві переваги порівняно з банківським фінансуванням, оскільки такий спосіб фінансування створює більше стимулів для розвитку підприємництва, ніж банківський. До того ж, банки не дуже ефективно контролюють якість корпоративного управління, оскільки саме банки часто є власниками акцій (або голосують за акціями інших акціонерів). Завдяки цьому банки одержують доступ до інсайдерської інформації.

Прихильники банківської моделі фінансування спираються на такий аргумент, як здатність банків ефективно мобілізувати капітал, оцінювати якість інвестиційних проектів і управляти ризиками. Оскільки банки знижують інформаційні й транзакційні витрати, це сприяє розвитку системи банківського кредитування. При цьому прихильники банківської моделі критично оцінюють фінансування через ринки цінних паперів. Зокрема, Д. Стігліц вважає, що оскільки на ринках цінних паперів інвестори можуть легше знаходити інформацію, це не стимулює пошуки ними найперспективніших компаній, а вірогідність того, що об'єктивно кращі інвестиційні проекти одержать фінансування, знижується<sup>6</sup>.

Крім того, підвищена ліквідність капіталів на ринку цінних паперів може мати негативні соціальні наслідки, оскільки така ліквідність сприяє злиттю і поглинанню компаній, однак веде до надмірного збагачення осіб, що проводять спекулятивні операції з цінними паперами. До того ж, можливість швидко продавати високоліквідні акції знижує стимули інвесторів вирішувати питання покращення корпоративного управління. Остання обставина призводить до того, що надмірний розвиток ринку цінних паперів разом з відсутністю стимулів вдосконалювати систему корпоративного управління виявляються причинами неефективного розподілу ресурсів. А банківська

---

<sup>5</sup> Дані за: IMF, Global Financial Stability Report. – 2002 & 2007 ([www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/01/pdf/appendix.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/01/pdf/appendix.pdf)); & ([www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf)). – P. 121, 139.

<sup>6</sup> *Stiglitz J.* Credit Markets and the Control of Capital // *Journal of Money, Credit and Banking.* – 1985. – №17. – P. 133–152.

модель фінансування (на думку її прихильників) через концентрацію власності й підвищену якість корпоративного управління (банки мають більше можливості контролювати якість інформації щодо учасників ринку) перешкоджає можливості менеджерів діяти всупереч інтересам акціонерів<sup>7</sup>.

Деякі дослідники вважають, що дискусія про те, яка модель фінансової системи краща, банківська чи ринкова, не має сенсу (ні перша, ні друга модель не має переваг у сприянні економічному зростанню), а важливим є загальний рівень розвитку фінансової системи та фінансових послуг, оскільки і банки, і ринки цінних паперів надають загалом подібні фінансові послуги<sup>8</sup>. Тому банки і ринки цінних паперів можуть взаємно доповнювати один одного в економічному зростанні, а вибір між банківською і ринковою моделями взагалі не має принципового значення – набагато важливішим є розвиток правової і регулятивної систем, які дають можливість розвиватися ринку фінансових послуг<sup>9</sup>.

Для країн з ринками, що розвиваються, зростання обсягу ринку акцій призводить до збільшення обсягу банківського кредиту, а ринки цінних паперів (які пропонують альтернативні способи фінансування) надають можливість знизити потенційно шкідливі наслідки надмірної влади банків.

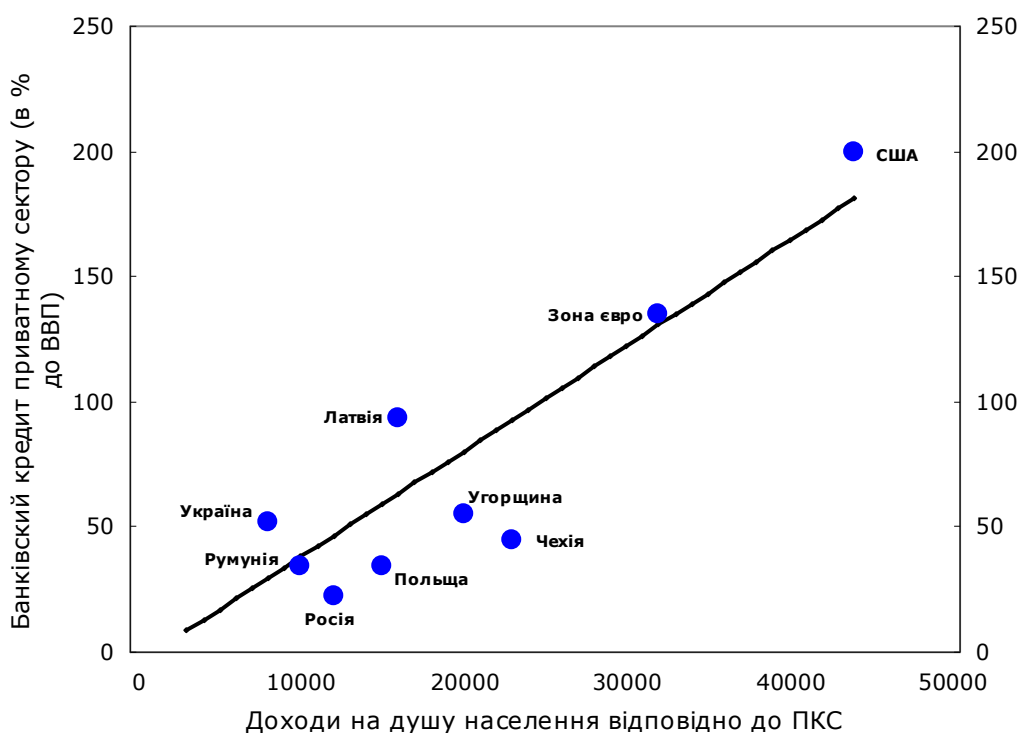
Можна відзначити, що з початку 1990-х років темпи фінансового розвитку в країнах Європи з ринками, що формуються, значно підвищилися, при цьому основне значення в цьому процесі мали банки, а банківський кредит залишається найважливішою формою фінансування. Останніми роками відбулося різке зростання обсягів банківського кредитування, і зараз у більшості країн його обсяги відповідають рівню доходів на душу населення (див. рис. 1).

---

<sup>7</sup> *Shleifer A., Summers L.* Breach of Trust in Hostile Takeover: Corporate Takeovers: Causes and Consequences / Ed. A. Auerbach. – Chicago: Chicago Univ. Press, 1988 (www.nber.org/books/auer88-1) – P. 33–56.

<sup>8</sup> *Boyd J., Smith B. D.* The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development // *Economic Theory*. – 1998. – №12 (3). – P. 519–560 (<http://ideas.repec.org/a/spr/joecth/v12y1998i3p519-560.html>).

<sup>9</sup> *Levine R., Zervos S.* Stock Markets, Banks, and Economic Growth // *American Economic Review*. – 1998, Vol. 88(3) (<http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>). – P. 537–558; *Levine R.* Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? (<http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>); *Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic V.* Funding growth systems in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data // *Journal of Financial Economics*. – 2002. 65 (3). – P. 337–363 ([http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946\\_00091305311184](http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00091305311184)); *Beck T., Levine R.* New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market- or Bank-Based System Matter? (<http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>).



**Рис. 1.** Банківський кредит приватному сектору і доходи на душу населення (2006 р.)<sup>10</sup>

На думку аналітиків МВФ, авторів дослідження, присвяченого перспективам розвитку регіональної економіки в країнах Європи<sup>11</sup>, з початку 1990-х років рівень фінансового розвитку в країнах Європи з ринком, що формується, істотно підвищився, причому домінуюче значення мали банки, а банківський кредит залишається основною формою фінансового посередництва. Після різкої експансії банківського кредиту, що відбувалася в останні кілька років, у даний час у більшості країн його обсяги в цілому знаходяться на рівні, що відповідає рівню доходів на душу населення.

З огляду на вищенаведені висновки аналітиків МВФ і графік на рис. 1 можна зробити такі висновки:

1) У країнах, де банківський кредит приватному сектору у відсотках до ВВП має підвищений рівень, ринки цінних паперів недостатньо розвинені, оскільки наголос зроблено на банківських кредитах. Це призводить до проблем макроекономічного характеру і незбалансованості зростання.

<sup>10</sup> IMF, Regional Economic Outlook, Europe: Strengthening Financial Systems, Nov. 2007, p. 49 ([www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf)).

<sup>11</sup> МВФ, Перспективи розвитку регіональної економіки: Європа. Укрепление финансовых систем, ноябрь 2007 (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/eur/2007/ereo1107r.pdf>).

2) У країнах, де банківський кредит приватному сектору у відсотках до ВВП має менше значення (Чехія, Угорщина, Польща), ринки цінних паперів дуже активні, і банківський сектор конкурує з ринком цінних паперів, підвищуючи цим якість фінансових послуг. Типовим прикладом країни, де банківський кредит приватному сектору підвищений, є Латвія, а країни, де цей кредит знижений – Угорщина.

Отже, у країнах з перехідною економікою, зокрема, в Україні, можна бачити, що за певними ознаками (наприклад, недостатній рівень правового захисту інвесторів) ефективнішим має бути банківське фінансування, а за іншими (концентрація виробництва у великих компаніях) – ринкове фінансування. Очевидно, можна зробити висновок про доцільність паралельного розвитку і банківських, і ринкових форм фінансування, хоча загалом у розвитку фінансових систем можна бачити закономірний поступовий перехід від банківського фінансування до ринкового. Це підтверджується досвідом країн, що активно розвиваються, використовуючи для всього всю сукупність методів фінансування.

Але на практиці, як слушно зауважує В.В. Клименко, основними чинниками, які визначають вибір оптимальної для України моделі архітектури фінансового ринку, є консервативна позиція індивідуальних інвесторів, концентрація власності, загальний борговий характер фінансового ринку і домінуюче значення банківських кредитів<sup>12</sup>.

Очевидно, що за таких умов активне поширення англо-американської моделі архітектури фінансового ринку, орієнтованої на ринок цінних паперів, мало ймовірне. Така модель передбачає подрібнену власність на акціонерний капітал, а в Україні можна бачити тенденцію до формування оптової структури акціонерного капіталу. Відповідно, за таких умов виникнення масового ліквідного ринку акцій неможливе, оскільки на вільному ринку в обігу перебуває лише невелика частина акцій, а інші сконцентровані у великих пакетах, обіг яких на ринку надто ускладнений. Як вважає Л. М. Алексеєнко, в Україні формування національної моделі фінансового ринку відбувалося не завжди раціонально і послідовно, тому доцільним є розширення і вдосконалення законодавчої бази, яка регулює фінансовий ринок<sup>13</sup>.

Загалом можна вважати, що фондовий ринок в Україні має борговий характер, нагадуючи цим ринок Німеччини, а це означає, що значення банківського кредитування і надалі буде провідним, а обсяг та ліквідність

---

<sup>12</sup> *Клименко В. В.* Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави. – К.: КНУТД, 2003. – С. 111–112.

<sup>13</sup> *Алексеєнко Л. М.* Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку. – К.: Максимум; Тернопіль: Економічна думка, 2004. – С. 109.

ринку акцій будуть обмежені. Як зауважує Т.Д. Косова, поширенню банківської моделі сприяв той чинник, що ринок цінних паперів і небанківські фінансові інститути були створені в Україні недавно а банківська система вже існувала тривалий час (хоча і в іншій формі). Крім того, потрібно зважати і на такий чинник, як прагнення швидше адаптувати українське банківське законодавство до законодавства ЄС<sup>14</sup>.

За таких умов доцільно активізувати діяльність інституційних інвесторів на фінансових ринках, для чого потрібно вдосконалення системи захисту інтересів інвесторів та підвищення якості розкриття інформації щодо емітентів цінних паперів. Оскільки фінансовим системам властива загальна тенденція зростання значення ринкової моделі фінансування, що пов'язано із загальним зростанням рівня життя індивідуальних інвесторів, можна очікувати, що в Україні разом з системою банківського фінансування поступово буде активніше розвиватися ринковий тип фінансування. До того ж, загальносвітовою тенденцією є поступове зближення систем банківського і ринкового фінансування. Ці дві системи все більше доповнюють одна одну, створюючи гнучкий і динамічний механізм трансформації заощаджень на інвестиції<sup>15</sup>.

Щодо загроз для економічної безпеки держави, то банківська модель може забезпечити більшу стабільність фінансування, оскільки ринок цінних паперів зазнає значного впливу кон'юнктури глобальних фінансових ринків. Однак основною загрозою для економічної безпеки в разі використання банківського фінансування є недостатня ресурсна база інвестування; ця база може бути розширена в разі використання фінансування через ринок цінних паперів. Крім того, недоліки банківського фінансування пов'язані з тим, що банки з метою забезпечення стабільності економічної системи надають надмірну підтримку компаніям, які зазнають фінансових ускладнень, внаслідок чого банківська система може ставати гальмуючим чинником для інновацій.

Основні загрози для економічної безпеки, пов'язані з фінансуванням через ринок цінних паперів, визначаються підвищеною мобільністю капіталів на такому ринку, що (особливо за умов використання короткотермінових кредитів) може в разі найменших ознак нестабільності ринку призводити до масового переміщення капіталів і дестабілізації цілих секторів економічної системи.

Отже, можна дійти висновку, що за умов перехідної економіки України сформувалася банківська модель архітектури фінансового ринку. Але, з огляду на глобальну тенденцію конвергенції банківської і ринкової моделей

---

<sup>14</sup> Косова Т. Д. Становлення інституціональних інвесторів в Україні: проблеми теорії та практики. – Донецьк: Ін-т економіки промисловості, 2004. – С. 219.

<sup>15</sup> Доходи та заощадження в перехідній економіці України / За ред. С. Панчишина та М. Савлука. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, 2003. – С. 360–361.



фінансування, можна очікувати виникнення в Україні гібридних форм архітектури фінансового ринку, які будуть засновані на континентальній банківській моделі, але, разом з тим, будуть використовувати окремі елементи англо-американської моделі. Виникнення таких гібридних форм архітектури фінансового ринку є загальносвітовою тенденцією, і вивчення виявів цієї тенденції в Україні є напрямом подальших досліджень автора.

#### ЛІТЕРАТУРА:

1. *Алексєєнко Л.М.* Ринок фінансового капіталу: становлення, проблеми, перспективи розвитку. – К.: Максимум; Тернопіль: Економічна думка, 2004. – С. 109.
2. Доходи та заощадження в перехідній економіці України / За ред. С. Панчишина та М. Савлука. – Львів: ЛНУ ім. І. Франка, 2003. – С. 360–361.
3. *Клименко В.В.* Фондовий ринок України у контексті фінансової безпеки держави. – К.: КНУТД, 2003. – С. 111-112.
4. *Косова Т.Д.* Становлення інституціональних інвесторів в Україні: проблеми теорії та практики. – Донецьк: Ін-т економіки промисловості, 2004. – С. 219.
5. МВФ, Перспективи розвитку регіональної економіки: Європа. Укрепление финансовых систем, ноябрь 2007 (<http://www.imf.org/external/russian/pubs/ft/reo/eur/2007/ereo1107r.pdf>).
6. *Beck T., Levine R.* New Firm Formation and Industry Growth: Does Having a Market – or Bank-Based System Matter? (<http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>).
7. *Boyd J., Smith B. D.* The Evolution of Debt and Equity Markets in Economic Development // Economic Theory. – 1998. – №12 (3). – P. 519-560 (<http://ideas.repec.org/a/spr/joecth/v12y1998i3p519-560.html>).
8. *Couret A.* Innovation financière et règle de droit. – P.: Dalloz 1990. – P. 135.
9. *Demirgüç-Kunt, A., Maksimovic V.* Funding growth systems in bank-based and market-based financial systems: evidence from firm-level data // Journal of Financial Economics. – 2002. 65 (3). – P. 337-363 ([http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946\\_00091305311184](http://econ.worldbank.org/external/default/main?pagePK=64165259&piPK=64165421&theSitePK=469372&menuPK=64216926&entityID=000094946_00091305311184)). – P. 1-2.
10. *Granier T., Jaffeux C.*, La titrisation. Aspects juridique et financier. – P.:Economica, 2004. – P. 21–29.
11. *Jaffeux C.* Bourse et financement des entreprises. – P.: Dalloz , 1994. – P. 5.

12. IMF, Global Financial Stability Report. – 2002 & 2007 ([www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/01/pdf/appendix.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2003/01/pdf/appendix.pdf)); & ([www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf](http://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2007/02/pdf/text.pdf)). – P. 121, 139.
13. IMF, Regional Economic Outlook, Europe: Strengthening Financial Systems, Nov. 2007, p. 49 ([www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2007/EUR/ENG/ereo1107.pdf)).
14. IMF, World Economic Outlook Database ([www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/weodata/index.aspx)).
15. Levine R., Zervos S. Stock Markets, Banks, and Economic Growth // *American Economic Review*. – 1998, Vol. 88(3) (<http://ideas.repec.org/a/aea/aecrev/v88y1998i3p537-58.html>). – P. 537–558.
16. Levine R. Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is Better? (<http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2002-442.html>).
17. Rajan R., Zingales L. Banks and Markets: The Changing Character of European Finance (<http://www.nber.org/papers/w9595>).
18. Rigaud R.P. Les mesures propres à favoriser le développement de la titrisation en France. Rapport établi à la demande de J.-Cl. Trichet directeur du Trésor, juin 1991.
19. Shleifer A., Summers L. Breach of Trust in Hostile Takeover: Corporate Takeovers: Causes and Consequences / Ed. A. Auerbach. – Chicago: Chicago Univ. Press, 1988 ([www.nber.org/books/auer88-1](http://www.nber.org/books/auer88-1)) – P. 33–56.
20. Stiglitz J. Credit Markets and the Control of Capital // *Journal of Money, Credit and Banking*. – 1985. – №17. – P. 133–152.
21. Vauplane H. de, L'amélioration de la compétitivité de la place de Paris à l'heure du passage à l'euro: commentaire de la loi n°98-546 du 2 juillet 1998. *Bulletin Joly Bourse*. 1998. – P. 412.
22. World Economic Outlook. – 2000. – October ([www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/pdf/append.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2000/02/pdf/append.pdf)). – P. 199.
23. Zerah D. Le système financier français: dix ans de mutation, Documentation française. – P.: Dalloz, 1993.