

РЕТРОСПЕКТИВНИЙ АНАЛІЗ РОЗВИТКУ ФІНАНСОВОЇ СИСТЕМИ ЄВРОПЕЙСЬКИХ КРАЇН З ПЕРЕХІДНОЮ ЕКОНОМІКОЮ

A RETROSPECTIVE ANALYSIS OF THE FINANCIAL SYSTEM DEVELOPMENT IN EUROPEAN TRANSITION ECONOMIES

У статті окреслено теоретичний аспект впливу розвитку фінансової системи на економічне зростання в країнах з перехідною економікою. З метою проведення порівняльного аналізу рівня фінансового розвитку європейських країн з перехідною економікою проаналізовано обсяги банківського сектору, інституційних інвесторів та фондового ринку. З'ясовано, що у більшості країн з перехідною економікою спостерігається домінування банківського сектора як джерела фінансових ресурсів, в той час як фондовий ринок є нерозвиненим та мало ліквідним.

The article is devoted to financial system development in transition economies. Much attention is given to the theoretical aspect of the financial system development impact on economic growth in transition economies. Author emphasized that developed financial markets can accelerate capital accumulation, which contributes to economic growth. Widespread use of financial market mechanisms, especially stock markets, intensifies investment activities, attracts domestic and foreign investments through financial market instruments, and allows implementing a comprehensive approach for sustainable economic development. In order to make a comparative analysis of the level of financial development in European transition economies, the banking sector, institutional investors and stock market were analyzed. Although, financial depth in transition economies is improving over the last decade, still in the majority of transition economies banking sector is the main source of financial resources, while stock market is underdeveloped and illiquid. Therefore, one of the key tasks of the current stage of financial reforms is to improve the transformation of savings into investment mechanism through the stock market. In our opinion, the development of institutional investors will have a beneficial effect on local stock markets, as this will increase liquidity, and provide long term investment for the economy. In countries with insufficiently stock markets, often institutional investors become majority shareholders and take an active part in corporate governance. In Ukraine and other potential candidates for the EU joining, the prospects for future integration with European Union should contribute to financial development. EU accession will strengthen the link between stock market development and economic growth through changes in the legislation on the securities market, banks and non-banking institutions, clearing and settlement system.

Ключові слова: перехідні економіки, економічне зростання, фінансова система, фондовий ринок, банківський сектор, фінансові посередники, євроінтеграція.

Key words: transition economies, economic growth, financial system, stock market, banking sector, financial intermediaries, european integration.

Селютіна Альвіна
старший викладач
кафедри фінансів
ДВНЗ Київський
національний
економічний
університет
імені Вадима
Гетьмана

Alvina Seliutina
Senior lecturer
of Finance
Department
Kyiv National
Economic University
named after
Vadym Hetman

ТЕОРІЯ

ЖУРНАЛ
РІННОК
ВІСНИК ПАРЕ
України

Постановка проблеми. З початку 1990-х років країни Європи з перехідною економікою досягли значного прогресу у проведенні економічних реформ та створенні фінансових ринків та інститутів, а деякі з них майже сягли рівня розвитку країн Європейського Союзу (ЄС). До того ж, більшість пост-соціалістичних країн обрали євроінтеграційний напрямок розвитку, а важливою умовою реальної конвергенції з членами ЄС вважається ефективність фінансової системи.

В умовах перехідного періоду, фінансова система повинна адаптуватися до макроекономічних коливань, що стають особливо різкими, при цьому забезпечуючи ефективний розподіл і перерозподіл фінансових ресурсів для створення умов для економічного зростання; а отже, потребує реформування з метою подолання неефективності, пов'язаної з втручанням держави (залишки планової економіки) та впровадження ринкових механізмів функціонування. Слід зазначити, що для країн-кандидатів до ЄС, наразі розвиток ефективного фондового ринку є важливим політичним фокусом, оскільки це одна з вимог Копенгагенських критеріїв для членства в ЄС.

Аналіз останніх досліджень. Щодо ролі розвитку фінансової системи у економічному зростанні у перехідних економіках було проведено не так багато досліджень. Дослідивши транзитивні країни-кандидати до вступу в ЄС за 1996–2000 роки Фінк та Хайс прийшли висновку, що зростанню сприяв розвиток фінансового посередництва та рівень кредитування в країні, в той час як обсяг капіталізації фондового ринку не мав значного впливу [1]. На нашу думку, дане дослідження не є репрезентативним, оскільки період часу, що розглядається, доволі короткий.

Кожокару та Хоффман також досліджували вплив розвитку фінансового сектору на економічне зростання країн ЦСЄ, але протягом довшого періоду – з 1990 по 2008 рік [2]. Вони виявили, що ефективність та конкурентоспроможність фінансової системи мають більше значення, ніж її розмір та обсяги кредитування приват-

ного сектора банківською системою.

Пріоритетність створення ефективної фінансової системи за перехідного періоду підкреслює й Федосов В. М. [3]. Для її побудови необхідно: забезпечити не тільки формування, а й максимально ефективне використання наявних фінансових ресурсів, сприяння залученню тимчасово вільних коштів через інституції фінансового ринку та пропорційне їх розміщення; забезпечення впливу фінансів на макростабілізацію та економічне зростання.

Дослідивши стан фінансових ринків на пострадянському просторі, Балдич Н. вважає визначальними процесами їх розвитку лібералізацію фінансово-валютного регулювання та превалювання банківського сектору [4]. Спільними рисами для даних країн є: низький рівень капіталізації фондового ринку, обмежений спектр фінансових інструментів, нерозвиненість фінансової інфраструктури, фрагментарність фінансового ринку, що зумовлює відставання від стандартів фінансових ринків розвинутих країн.

Касіян Є. В., здійснивши оцінку розвитку фінансових ринків країн ЦСЄ в умовах фінансової глобалізації, прийшов до висновку про доцільність створення ефективного інституціонального середовища для підвищення транспарентності та привабливості міжнародного довгострокового капіталу [5]. На думку науковця, фондові ринки ЦСЄ можуть стати стимулом для економічного зростання цих держав. Однак, у своїй статті автор розглядає лише фондові та боргові ринки.

Отже, на нашу думку, дослідження розвитку фінансової системи потребує комплексного підходу, включаючи банківський сектор, розвиток фінансового посередництва (недержавні пенсійні фонди, інститути спільного інвестування) і фондовий ринок. Що стосується європейських країн з перехідною економікою, окрім країн членів ЄС з Центральної та Східної Європи, слід включити країни-кандидати до співтовариства.

Формулювання цілей статті. Метою статті є виявлення особливостей впливу розвитку фінансової системи на економічне зростання європей-

ських країн з перехідною економікою, комплексне дослідження розвитку фінансової системи таких країн, визначення основних недоліків і проблем.

Виклад основного матеріалу. Економічне зростання є головною метою державної політики країни і виступає індикатором ефективності соціально-економічної системи. Герлі і Шоу стверджують, що добре розвинені фінансові ринки можуть прискорити темпи накопичення капіталу, що сприяє економічному зростанню [6]. Цей висновок був згодом підтриманий такими вченими, як Голдсміт та Маккіннон, дослідження яких заклали основу для лібералізації фінансового сектора в багатьох країнах, що розвиваються [7-9].

Одне з фундаментальних досліджень взаємозв'язку фінансового розвитку та економічного росту належить Россу Левіну [10]. Він стверджує, що через фінансові системи мобілізуються заощадження від великої кількості інвесторів; здійснюється отримання та обробка інформації про емітентів та інших учасників ринку, що сприяє більш ефективному розміщенню капіталу; здійснюється моніторинг якості корпоративного управління; надаються ефективні механізми для управління та диверсифікації ризиків. Кожна з цих функцій впливає на рівень заощаджень та інвестування, а отже і на економічне зростання.

Постійний кругообіг капіталу за рахунок ефективного та цілеспрямо-

ваного інвестування заощаджень забезпечує конкурентоспроможність фінансової системи країни на світовому ринку та постійний приріст доходів інвесторів, що важливо для успішного розвитку національної економіки.

Узагальнюючи, роль фінансової системи в економіці зображено на рис. 1.

Таким чином, заощадження, як правило, розглядаються в якості основного джерела економічного зростання. Загалом, рівень заощаджень у країнах з перехідною економікою є доволі високим. Наприклад, п'ять країн з транзитивною економікою мають рівень заощаджень вищий за середній по Єврозоні. (рис. 2.) Це говорить про потенціал економіки до збільшення інвестицій. Водночас, найменший рівень заощаджень до ВВП мають країни-кандидати до членства в ЄС: Боснія і Герцеговина, Чорногорія, Албанія, Сербія та Україна.

Розвиток механізму трансформації заощаджень в інвестиції через фінансову систему є особливо важливим з наукової та практичної точок зору для країн з транзитивною економікою, для яких є характерним витіснення частини заощаджень у тіньову сферу, яка не є джерелом інвестиційних ресурсів економіки. У більшості емпіричних досліджень рівень фінансового розвитку виражається як фінансова глибина – частка фінансового сектору в економіці. Показником, який найчастіше використовують для вимірювання фінансової глибини, є

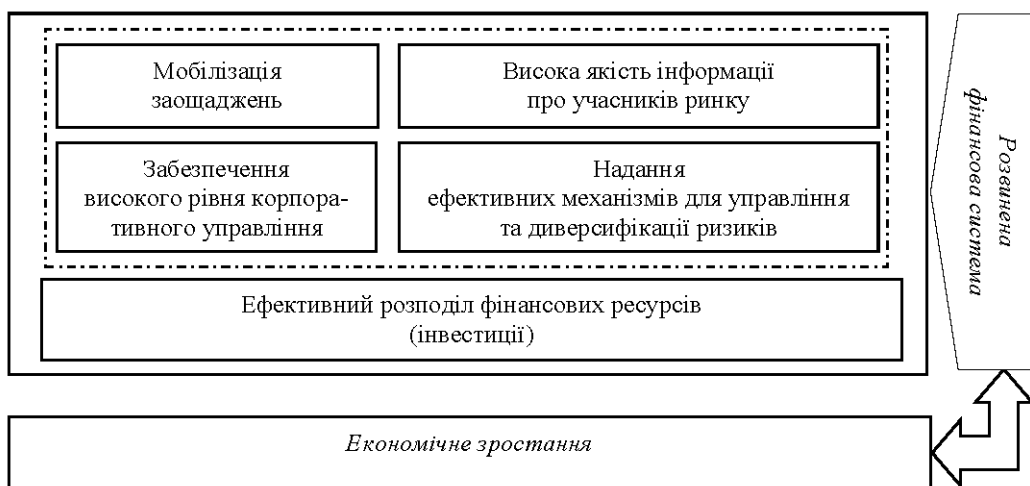


Рис. 1. Вплив фінансової системи на економічне зростання

Джерело: складено автором на основі [6-13]

відношення внутрішнього кредиту до валового внутрішнього продукту (ВВП) без урахування кредитів, виданих урядам, державним установам та державним підприємствам. Однак, рівень розвитку фінансового сектору є багатовимірним показником. Основною рисою розвинутої фінансової системи є ефективне функціонування її складових і, як результат, доступність фінансових послуг та різних джерел фінансування.

Враховуючи обмеженість статистичних даних по деяким з досліджуваних країн, для загального компаративного аналізу рівня розвитку фінансового сектору, ми використовуємо індекс фінансового розвитку, розрахований Міжнародним валютним фондом [15]. Даний індекс включає в

себе ряд показників, що характеризують глибину, доступність та ефективність фінансової системи певної країни.

За методологією МВФ, фінансові установи (інституції) включають банки, страхові компанії, пайові фонди та пенсійні фонди; фінансові ринки включають ринки акцій та облігацій. В свою чергу, рівень фінансового розвитку визначається як поєднання глибини (розміру та ліквідності ринків), доступу (здатності фізичних та юридичних осіб отримати доступ до фінансових послуг), та ефективності (здатності інституцій надавати фінансові послуги за низьких витрат, отримуючи стійкі прибутки, а також рівень активності ринків капіталу).

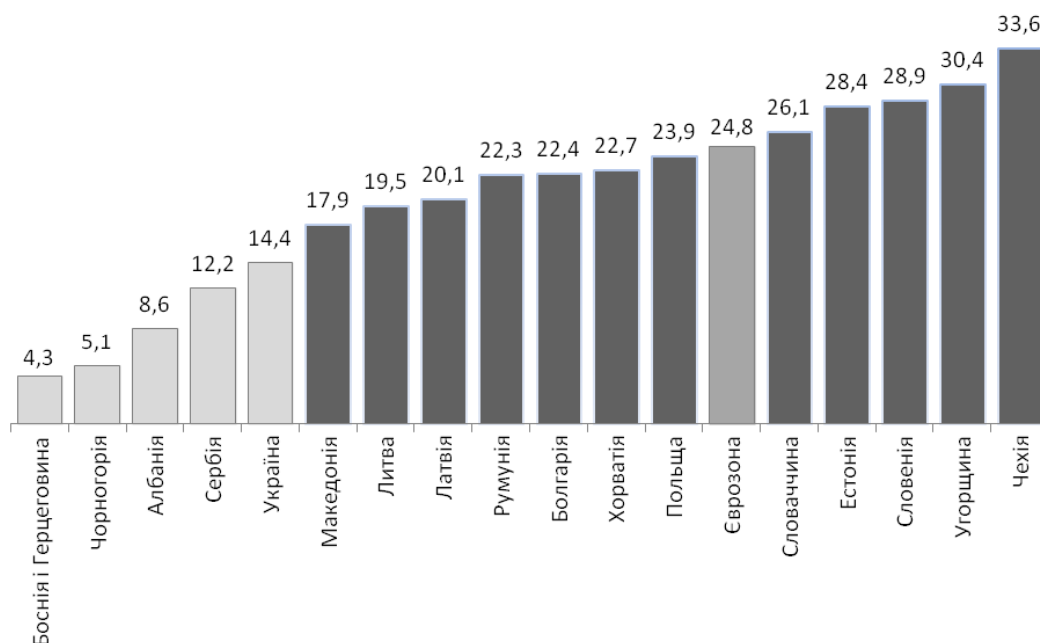


Рис. 2. Частка заощаджень у % ВВП, 2017 рік

Джерело: побудовано автором на основі [14]

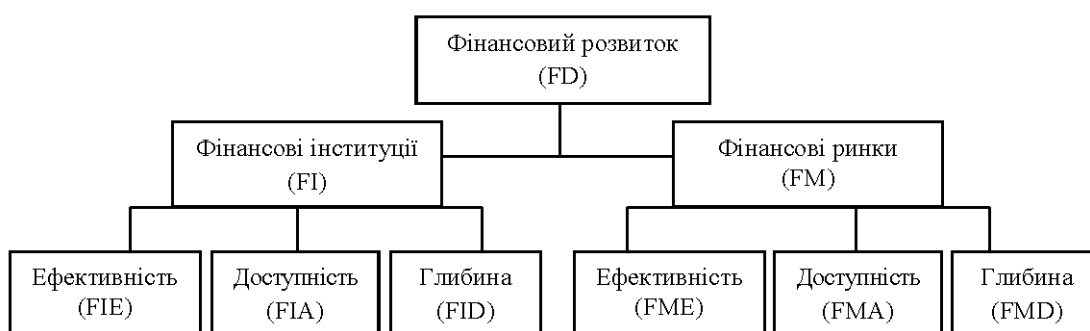


Рис. 3. Структура індексу фінансового розвитку

Джерело: побудовано автором на основі [15]

Для всіх розрахунків було виділено 5 регіонів: Азія, Африка та Близький Схід, Північна Америка, Південна Америка, Європа (Євросона за виключенням країн ЦСЄ) та країни з перехідною економікою. До останніх в межах даного дослідження включено: Польщу, Чехію, Естонію, Латвію, Литву, Словаччину, Словенію, Угорщину, Румунію, Болгарію, Хорватію, Албанію, Боснію та Герцеговіну, Македонію, Чорногорію та Україну.

З рис. 4 видно, за останні десять років карта розвитку фінансової системи за регіонами світу не зазнала значних змін. Найрозвиненіші фінансові системи за всіма показниками мають країни Північної Америки та Європи.

Що стосується країн з перехідною економікою, то найнижчі показники у сфері ефективності, глибини та доступності фінансових ринків. З іншого боку, робота фінансових установ має досить високі показники. Найвищий індекс фінансового розвитку мають Польща, Угорщина та Хорватія. Найгірші результати у країн кандидатів в ЄС та Литви. Отже, проблемою фінансової системи транзитивних економік залишається нерозвинутість ринку капіталів.

Історично країни Європи мають банківсько-орієнтовану фінансову систему. Серед транзитивних країн, найбільшу частку активів банків по відношенню до ВВП мають Хорватія (88,8%), Естонія (72,48%), Польща (70,42%) та Словаччина (67.7%). [16]. Загалом, банківські системи почали формуватися значно раніше за фондовий ринок, відразу на початку перехідного періоду, і за останні двадцять років активи банківського сектору зросли у 2 рази – з 30,57% ВВП у 1996 році до 60,41% ВВП у 2016 році [16]. Банківський сектор був єдиною фінансовою галуззю, яка протягом тривалого часу зростала, тому стала домінувати у вітчизняних фінансових системах транзитивних країн.

Підтвердженням цьому є порівняння частки кредитів приватному сектору та частки ринкової капіталізації у ВВП. Це є показником глибини фінансової системи та показує, чи домінує в економіці банківський сектор, чи фондовий ринок.

Як видно з рис. 5, у 2017 році найбільш розвинуті та збалансовані фінансові системи мають Польща та Хорватія, з достатньо великими частками як капіталізації фондового ринку до ВВП, так і внутрішнього

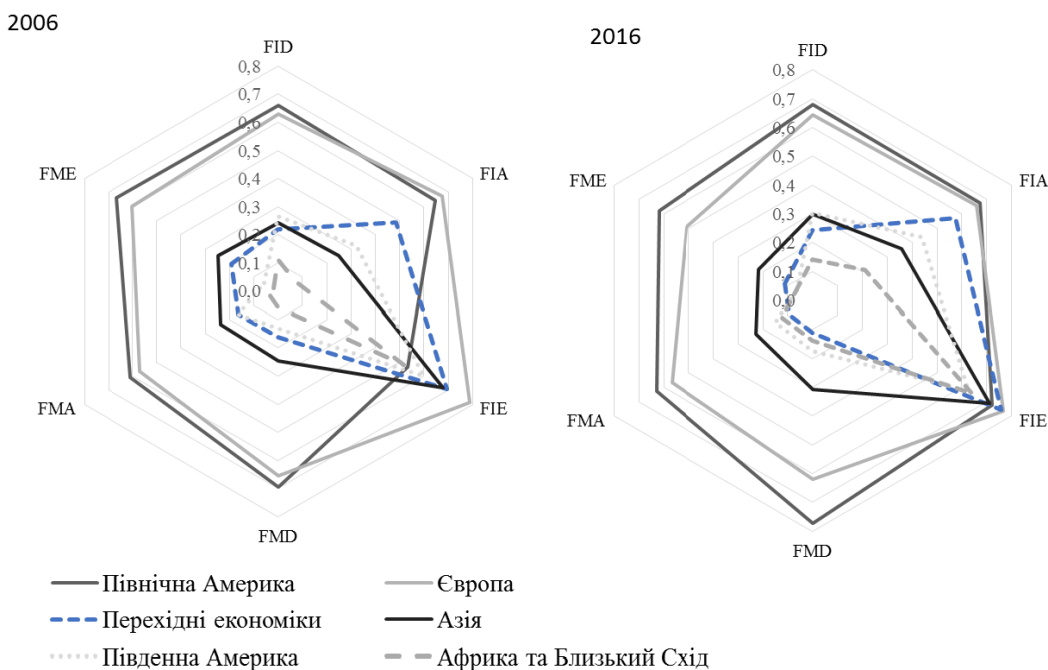


Рис. 4. Карта фінансового розвитку регіонів світу у 2006 та 2016 рр.

Джерело: побудовано автором на основі [15]

кредиту. Значна частка капіталізації фондового ринку до ВВП Македонії пояснюється занадто малим значенням ВВП, однак фондовий ринок даної країни недостатньо розвинений. У більшості досліджуваних країн у 2017 році, як і в 2004, все ще переважає банківський сектор.

Загалом, можна стверджувати про поглиблення фінансової системи країн з перехідною економікою, що є прогнозованим, зважаючи на те, що фондовий ринок країн в цих країнах засновано відносно нещодавно, а його розвиток має певні спільні риси. Більшість країн з транзитивною економікою почали відбудову інфраструктури фондового ринку на початку перехідного періоду (у 1990–1995 рр.). В усіх країнах фондовий ринок був ос-

новним інструментом реалізації механізму приватизації державних підприємств, проте приватизаційні методи різнилися, що відзначилося на подальшому успіху розвитку фондових ринків.

Найпоширенішим показником у науковій спільноті для компаративного аналізу рівня розвитку фондових ринків різних країн є коефіцієнт ринкової капіталізації, що визначається відношенням вартості акцій компаній, що котируються на біржі до ВВП, та показує значення фондового ринку для економіки.

Для порівняння динаміки розвитку розміру ринку досліджуваних країн було обрано 2004 рік (вступ більшості країн до ЄС), 2007 рік (передкризовий період) та 2017 рік.

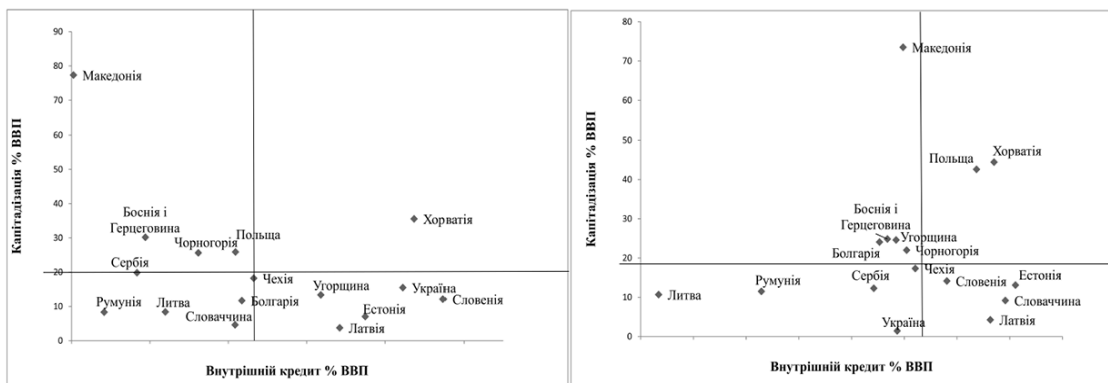


Рис. 5. Співвідношення кредиту приватному сектору у % ВВП до ринкової капіталізації у % ВВП

Джерело: розраховано і побудовано автором на основі [14]

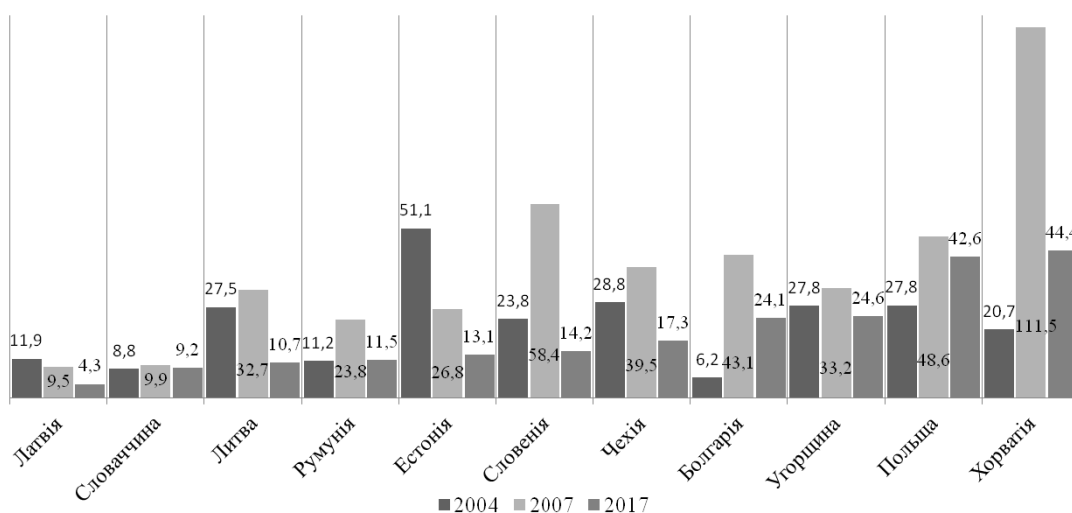


Рис. 6. Динаміка зміни ринкової капіталізації у % ВВП

Джерело: побудовано автором на основі [14]

Як видно з рис. 6, більшість країн зазнала значного зростання капіталізації у період 2004–2007 рр. Слід зазначити, що окрім вступу до ЄС цей період відрізняється глобальним зростанням економіки та ринків. Винятком є країни Балтії, де капіталізація ринку падає протягом усього періоду. Зважаючи на невеликий розмір економіки даних країн, основними джерелами фінансування виступають банківський сектор та розвинуті фондові ринки європейських країн.

Станом на 2017 рік найбільша капіталізація у відсотках до ВВП серед країн членів ЄС має Хорватія (41,9%). В порівнянні з 2003 роком (15,41%) цей показник зріс у 2,7 разів завдяки політиці обов'язково лістингування, вступу до ЄС та реформування ринку. Найбільш сталий розвиток спостерігається у фондового ринку Польщі (42,6%). Частка капіталізації до ВВП збільшилась майже вдвічі у період 2003–2007 рр. (з 17,01% до 48,57%). Зазнавши падіння у 2008 року до 17,48%, польський фондовий ринок почав стрімко відновлюватися (2009 рік – 34,51%, 2017 рік – 42,6%). Фондові ринки Словенії, Румунії та Словаччини мають невелика значення для економіки країни, не перевищуючи 10-15% ВВП. Капіталізація фондового ринку Чехії у 2017 році складає 17,34% ВВП, що є відносно високим показником у регіоні, проте

з 2003 року спостерігається тенденція до спадання. Це пов'язано з делістингом компаній, що були зареєстровані на біржі під час приватизації.

Розглядаючи розмір ринку країн кандидатів до вступу в ЄС, помітно, що частка капіталізації у ВВП в середньому значно вища, ніж у більшості країн ЦСЄ. На це є декілька причин. По-перше, це пояснюється відносно невеликим обсягом ВВП. По-друге, процес масової приватизації почався в цих країнах значно пізніше (окрім України), і так само як в країнах ЦСЄ, було запроваджено обов'язковий лістинг. Все це сприяло збільшенню кількості лістингових компаній, а отже і капіталізації.

Слід зазначити, що у 2015 році частка капіталізації по відношенню до ВВП в Україні сягала 21,54%. Низька капіталізація України у 2017 році пояснюється новою політикою регулятора, а саме зміною правил лістингу та активним делістингом неліквідних компаній. Позитивні зрушення від цих дій будуть помітні у середньострокову та довгострокову періоді.

Важливу роль для забезпечення ефективності фінансової системи відіграються посередники, а саме інституційні інвестори. По-перше, ці установи мають перевагу перед банками у фінансуванні довгострокових проектів: для їхніх інвестиційних

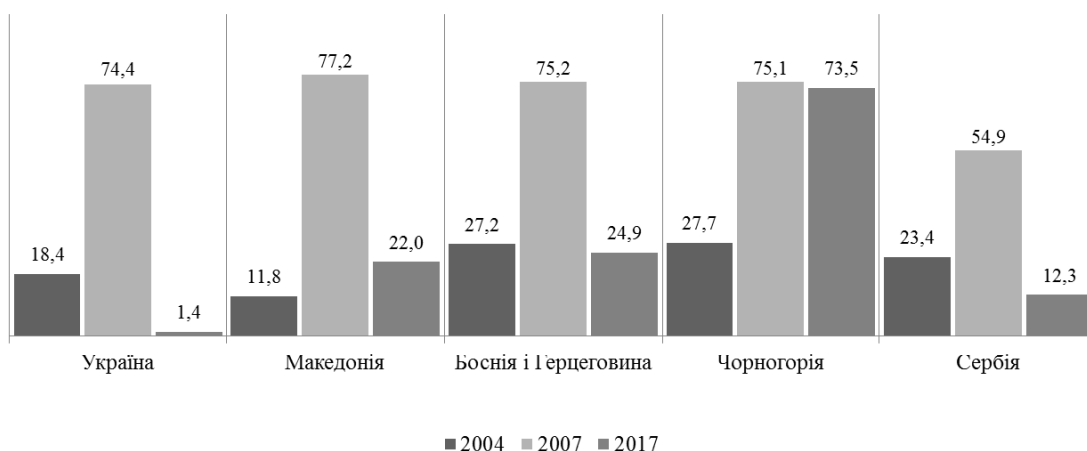


Рис. 7. Динаміка зміни ринкової капіталізації у % ВВП країн кандидатів в ЄС

Джерело: побудовано автором на основі [14]

стратегій є більш привабливими довгострокові облігації та акції. Крім того, розвиток інституційних інвесторів може стимулювати підвищення ліквідності фондового ринку.

У країнах з недостатньо розвиненим фондовим ринком, де наявні низька ліквідність та висока концентрація власності, часто інституційні інвестори в якості мажоритарних акціонерів приймають активну участь у корпоративному управлінні локальних компаній. Добре розвинена структура корпоративного управління стимулюватиме зростання ринків цінних паперів, оскільки це сприяє більш високій рентабельності власного капіталу та підвищує прозорість та ефективності ринків загалом.

З 2001 року частка фінансового посередництва, що здійснюється небанківськими установами, почала зростати у всіх досліджуваних країнах з перехідною економікою.

Якщо порівнювати з 2007 роком, то найбільшого зростання зазнали активи пенсійних фондів (з 4,69% ВВП до 9,41% у 2017 році), і на даний момент вони мають найбільший обсяг активів серед інституційних інвесторів поштовхом до чого стало запровадження пенсійної реформи, а саме другого рівня системи пенсійного забезпечення. Крім того, приєднання країн ЦСЄ до ЄС створило регуляторну інфраструктуру, яка почала

підтримувати розвиток цих установ.

Очікується, що поточний процес створення єдиного ринку фінансових послуг в Європейському Союзі (ЄС), а саме зміни у законодавстві щодо ринку цінних паперів, банків та небанківських установ, системи клірингу та розрахунків, а також інших важливих фінансових сфер, зумовлені процесом гармонізації фінансового ринку всіх держав-членів ЄС, продовжуватиме стимулювати подальші реформи. У країнах з перехідною економікою, які ще не є частиною ЄС, перспективи майбутньої інтеграції з Європою мають сприяти фінансовому розвитку. Вступ до ЄС забезпечить посилення зв'язку між розвитком фондового ринку так економічним зростанням завдяки розвитку інституційних факторів. Інші можливі переваги – це диверсифікація ризиків.

Висновки. Наприкінці першого десятиліття перехідного періоду фінансові системи транзитивних країн мали певні спільні риси. По-перше, у фінансовому секторі домінували банки, які надавали кредити переважно урядам та іншим фінансовим установам., а також короткострокові кредити корпоративному сектору. По-друге, структури власності в окремих компаніях все ще характеризувалися сконцентрованістю у великих власників і низькою ліквідністю на фондовому ринку.

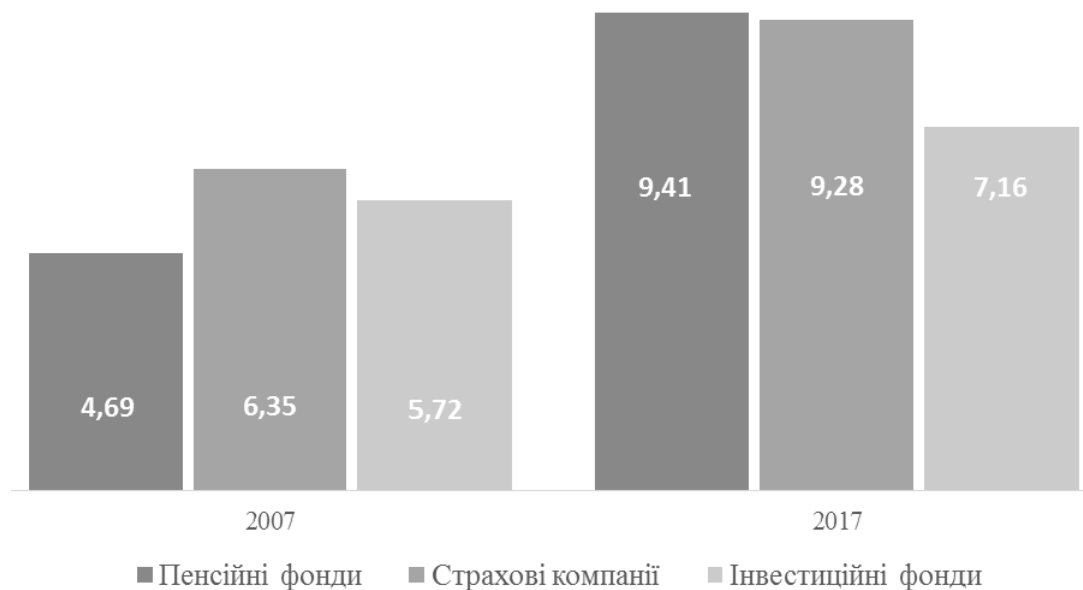


Рис. 8. Активи інституційних інвесторів у % ВВП

Джерело: розраховано і побудовано автором на основі [17]

Ринки капіталу в країнах з перехідною економікою можна назвати нерозвиненими і вони мало впливають на розвиток національної економіки, особливо в порівнянні з розвинутими економіками. Це пов'язано з тим, що вони є відносно молодими, бо були засновані на початку перехідного періоду у 1990-х роках і досі не виконують своєї ролі в економіці повноцінно.

Отже, фінансова система країн з перехідною економікою, особливо тих, що є кандидатами в ЄС, є незбалансованою в бік переважання банківського сектору. Тому одним із ключових завдань нинішнього етапу реформування вітчизняної економіки є удосконалення механізму трансформації заощаджень в інвестиції через фондовий ринок. Для підвищення ефективності використання національних заощаджень необхідно стимулювати попит на форс луги інституційних інвесторів.

СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Fink, Haiss and Vuksic, 2009 "Contribution of Financial Market Segments at Different Stages of Development: Transition, Cohesion and Mature Economies Compared." *Journal of Financial Stability*, vol. 4, pp. 432–455.
2. Cojocaru, Falaris, Hoffman, and Miller, 2015 "Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries", *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 52(1), pp. 223–236.
3. Федосов В., Опарін В., Львовичкін С. Фінансова реструктуризація в Україні: проблеми і напрями: Монографія / За наук. ред. В. Федосова. — К.: КНЕУ, 2002. — 387 с.
4. Розвиток фінансових ринків на пострадянському просторі: порівняльний аналіз / Н. Балдич // Вісник Національної академії державного управління при Президентіві України. - 2010. - № 1. - С. 71-78
5. Касіян Є. В. Оцінка розвитку фінансових ринків у країнах Центральної та Східної Європи у період трансформації // Бізнес Інформ. – 2013. – №5. – С. 21–27.
6. Gurley and Shaw, 1955 "Financial Aspects of Economic Development", *American Economic Review*, vol. 44(4), pp. 515–538.
7. Goldsmith and Raymond, 1969 "Financial structure and development", New Haven, CT: Yale University Press
8. Mckinnon, 1973 "Money and Capital in Economic Development", Washington, D. C.: Brookings Institution.
9. Shaw E.S., 1973, «Financial Deepening in Economic Development», New York: Oxford University Press.
10. Levine, 2005 «Finance and Growth: Theory and Evidence», *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, vol. 1, chapter 12, pp. 865-934.
11. Habibullah M., 2006 "Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries", *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 11, pp. 377–393.
12. Ang, J. B., 2008 "A survey of recent developments in the literature of finance and growth", *Journal of Economic Surveys*, vol. 22(3), pp.536–576.
13. Giuliano P., 2009 "Remittances, financial development, and growth", *Journal of Development Economics*, vol. 90, pp. 144–152.
14. Офіційний сайт Світового банку [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: <https://www.worldbank.org>.
15. Офіційний сайт Міжнародного валютного фонду [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B.
16. Bank assets to GDP - Country rankings [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/bank_assets_GDP/.
17. Офіційний сайт Організації економічного співробітництва та розвитку [Електронний ресурс] – Режим доступу до ресурсу: www.oecd.org.

REFERENCES

1. Fink, Haiss and Vuksic, 2009 “Contribution of Financial Market Segments at Different Stages of Development: Transition, Cohesion and Mature Economies Compared.” *Journal of Financial Stability*, vol. 4, pp. 432–455.
2. Cojocaru, Falaris, Hoffman, and Miller, 2015 “Financial System Development and Economic Growth in Transition Economies: New Empirical Evidence from the CEE and CIS Countries”, *Emerging Markets Finance and Trade*, vol. 52(1), pp. 223–236.
3. Fedosov V., Oparin V., Lyovochkin S. *Financial restructuring in Ukraine: problems and directions: Monograph*, K.: KNEU, 2002, 387 p.
4. Baldych N., 2010 “Development of financial markets in the post-soviet space: a comparative analysis”, *Visnyk Natsionalnoyi akademiyi derzhavnoho upravlinnya pry Prezydentovi Ukrainy*, vol. 1, pp. 71-78
5. Kasian E., 2013, “Evaluation of financial markets development in Central and Eastern Europe during the transformation period”, *Business Inform*, vol. 5, pp. 21–27
6. Gurley and Shaw, 1955 “Financial Aspects of Economic Development”, *American Economic Review*, vol. 44(4), pp. 515–538.
7. Goldsmith and Raymond, 1969 “Financial structure and development”, New Haven, CT: Yale University Press
8. Mckinnon, 1973 “Money and Capital in Economic Development”, Washington, D. C.: Brookings Institution.
9. Shaw E.S., 1973, “Financial Deepening in Economic Development”, New York: Oxford University Press.
10. Levine, 2005 “Finance and Growth: Theory and Evidence,” *Handbook of Economic Growth*, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, vol. 1, chapter 12, pp. 865-934.
11. Habibullah M., 2006 “Does Financial Development Cause Economic Growth? A Panel Data Dynamic Analysis for the Asian Developing Countries”, *Journal of the Asia Pacific Economy*, vol. 11, pp. 377–393.
12. Ang, J. B., 2008 “A survey of recent developments in the literature of finance and growth”, *Journal of Economic Surveys*, vol. 22(3), pp.536–576.
13. Giuliano P., 2009 “Remittances, financial development, and growth”, *Journal of Development Economics*, vol. 90, pp. 144–152.
14. World bank official site, available at: <https://www.worldbank.org>.
15. International Monetary Fund official site, available at: data.imf.org/?sk=F8032E80-B36C-43B1-AC26-493C5B1CD33B.
16. Bank assets to GDP - Country rankings, available at: https://www.theglobaleconomy.com/rankings/bank_assets_GDP/.
17. OECD official site, available at: www.oecd.org.