

УДК 339.7(669)

Атседе Волді (Великобританія), Аденіджи Колаволе (Великобританія)

## Як фінансова лібералізація посилила потік зовнішнього фінансування до МСП Нігерії

У статті вивчається питання того, як фінансова лібералізація сприяла покращенню доступу малих та середніх підприємств (МСП) Нігерії до зовнішнього фінансування. Ми використали нове правило кодування, щоб оцінити рівень лібералізації фінансового сектора країни. Шляхом застосування аналізу основних компонентів (principal component analysis (PCA)) оцінено потік кредитів, наданих МСП до та після лібералізації. Результати аналізу показують, що питання кредитного потоку до МСП є суперечливим. Вплив першого компонента – негативний, далі слідує позитивний ефект наступних трьох компонентів, що вказує на позитивні та негативні коливання серед решти складових. Економічним тлумаченням результатів відношення кредитування МСП до ВВП є те, що вплив характеру кредиту на основні компоненти став відносно нестабільним.

**Ключові слова:** фінансова лібералізація, МСП, зовнішнє фінансування, Нігерія.

### Вступ

Відсутність сильних кредитних ринків у країнах, що розвиваються, є головною перешкодою стабільного фінансового росту. Продуктивна економічна діяльність надзвичайно обмежена слабким зовнішнім фінансуванням. Натомість, є відкритий доступ до кредитів у розвинутих країнах, де підприємці не мають труднощів при отриманні стартового капіталу для відкриття бізнесу, а малі фірми – позик для розширення своїх операцій. Результати емпіричних досліджень продемонстрували той факт, що приватний сектор відіграє визначальну роль у економічному зростанні, і розвинуті країни мають високі темпи росту частково завдяки міцним кредитним ринкам (Світовий банк, 2001; Левайн та ін., 2000). Роль, яку відіграє фінансова система, є основною в розвитку МСП. У країнах, що розвиваються, фінансові системи головним чином регулюються та контролюються урядом та його органами. Надмірне регулювання та контроль уряду в країнах, що розвиваються, обмежують здатність фінансової системи ефективно та результативно розподіляти фонди для інвестицій. Ці обмеження стали джерелом фінансових тисків.

Деякі країни, що розвиваються, вжили заходів, націлених на лібералізацію своїх фінансових секторів, за допомогою надання більшого об'єму ринкових сил при прийнятті рішень стосовно розподілу кредитів.

У статті вивчено питання того, чи процес фінансової лібералізації в Нігерії посилив потік зовнішнього фінансування для малих та середніх підприємств. Для цього ми проаналізували покрокову послідовність лібералізації фінансового

сектора країни. На основі цього було визначено ступінь лібералізації. Використавши метод аналізу основних компонентів (principal component analysis (PCA)), ми виявили, що вплив лібералізації банківського сектора на доступ МСП до зовнішнього фінансування є суперечливим.

### 1. Огляд літературних джерел

У роботах Голдсмита (1969), МакКіннона (1973) та Шоу (1973) вказується на низьку продуктивність та ріст у країнах, що розвиваються, ліміт процентної ставки, високі резервні вимоги та кількісні обмеження механізму розміщення кредитів. Ці обмеження стали джерелами фінансового тиску, головними показниками яких були низький рівень заощаджень, нормування кредитних ресурсів та незначний об'єм капіталовкладень. Що ж стосується інвестицій, то тут країни, що розвиваються, страждають не лише у плані їх кількості, але і якості, оскільки банкіри розподіляють наявні фонди не згідно з граничною продуктивністю інвестиційних проєктів, а на власний розсуд. В такі періоди фінансовий сектор є бездіяльним. У такому випадку рекомендується те, що називають фінансовою лібералізацією, що можна коротко зобразити як звільнення фінансового ринку від будь-якої інтервенції та надання йому дозволу самому розподіляти кредити. Сутність цього полягає в тому, що реальна ставка відсотка пристосовується до цього рівня рівноваги, а заощадження та інвестиції будуть збалансовані. Це допоможе попередити малопродуктивні інвестиційні проєкти таким чином, щоб загальна ефективність інвестицій підвищилась. Економічний ріст міг би стимулюватись не лише через збільшення інвестицій, але й завдяки підвищенню рівня середньої продуктивності капіталу. Крім того, вплив нижчих резервних вимог посилить ефект більш вищих заощаджень на постачання банківського кредитування, тоді як ану-

лювання програм цільового кредитування могло б привести до навіть більш ефективного розміщення кредитів, завдяки чому стимулюється середня продуктивність капіталу.

У деяких роботах проаналізовано вплив фінансової лібералізації на доступ підприємств до зовнішніх коштів. Лєвен (2003) використовує вибірку 13 країн, що розвиваються, щоб дослідити діяльність близько 400 фірм за період 1988-1998 рр., виявивши при цьому, що прогрес фінансової лібералізації знижує обмеження фінансування для фірм, особливо це стосується малих підприємств. Вивчаючи розвиток 12 країн, що розвиваються, Галіндо та ін. (2003) знайшли дані на підтримку значного та вражаючого впливу фінансової лібералізації на рентабельність інвестицій. Бекаерт та співавтори (2005) виявили, що фінансова лібералізація особливо впливає на фінансовий розвиток, що наголошує на важливості останнього для економічного зростання. Бек та ін. (2004) використали дані на рівні підприємств, вказавши на те, що фінансовий розвиток полегшує перешкоди, з якими стикаються фірми, і що цей вплив є сильнішим по відношенню до менших підприємств.

Результати аналізу літературних джерел показують, що рівень розвитку фінансового посередництва суттєво впливає на продуктивність фірми. Раян та Зінгалес (1998) стверджують, що в країнах з менш розвинутими фінансовими ринками сектори, які більшою мірою покладаються на зовнішнє фінансування, зростають більш швидко, ніж інші. Воглер (2000) виявив, що в країнах з більш сильними фінансовими секторами капітал краще розподілений в тому плані, що він має тенденцію надходити до секторів, що розвиваються. Натомість, в країнах зі слабозвинutoю фінансовою системою сектори, які залежать від зовнішнього фінансування, зростають відносно повільно (Карлін та Маєр, 2003). Деякі автори стверджують, що фінансова лібералізація в країнах, що розвиваються, не в змозі виконати вимог стосовно ефективності, тому що підвищення норми позики супроводжувалось збільшенням фінансової винагороди для платоспроможного класу позичальників (Гертле та Роуз, 1994). Стігліц (1994) піддає критиці фінансову лібералізацію на тій підставі, що фінансовий ринок схильний до занепаду. Автор стверджує, що існують форми втручання уряду, які лише зроблять ринкові функції більш ефективними та покращать продуктивність економічної системи.

У якості доказу впливу фінансової лібералізації на фінансові обмеження в країнах, що розвива-

ються, використовуючи панельні дані, деякі дослідники повідомляють про те, що фінансова реформа спричинила зниження обмежень фінансування (Харріс та ін. (1994) для Індонезії, Джарамілло та ін. (1996) для Еквадору; Гелос та Вернер (2002) для Мексики; Атіяс (1992) для Кореї та Галлєдо та Лоайза (2000) для Чілі). Стосовно Індонезії Харріс та співавтори (1994) знайшли доказ того, що чутливість до руху готівкової маси зменшується для малих підприємств після фінансової лібералізації і що витрати по позиках зросли, тоді як для Еквадору Джарамілло та ін. (1994) вказують на інтенсивність накопичення кредитів у більш ефективних у технічному відношенні фірмах після лібералізації. Такі результати можуть бути спричинені тим, що набір панельних даних в цих дослідженнях був відносно малим, тоді як вплив лібералізації визначається за розширеним часовим відрізком. Гелос та Вернер (2002), аналізуючи питання впливу фінансової лібералізації на фінансові обмеження в Мексиці, виявили, що фінансові обмеження малих фірм були полегшені, чого не можна сказати про великі підприємства. Автори доводять, що великі компанії можуть отримати більш міцні політичні зв'язки, ніж малі фірми і, отже, кращий доступ до привілейованих цільових кредитів перед фінансовою дерегуляцією. Атіяс (1992) пропонує доказ того, що малі фірми отримали більший доступ до зовнішнього фінансування після лібералізації. Нігерія – найбільша та одна з країн Африки, що найшвидше розвиваються, з приватним сектором, що процвітає, високомотивованими підприємцями та великим внутрішнім ринком. Однак це унікальна країна, якщо говорити про вплив лібералізації фінансового сектора на доступ малих та середніх підприємств до зовнішнього фінансування.

## 2. Лібералізація фінансового сектора Нігерії

Перед реформуванням, яке мало місце у 1986 році, фінансовий сектор Нігерії зазнавав значних утисків. Наслідком цього стали контроль за процентними ставками, межі кредитного розширення, а також використання резервних вимог та інших інструментів монетарного контролю. Вхід нових підприємств до банківського сектора був обмежений, тоді як банки, що перебували у власності уряду, домінували над сектором. Фінансова лібералізація викликала зсув контролю за розміщенням та полегшення обмежень на вхід до сектора. Загальну схему поступової послідовності фінансової лібералізації в Нігерії представлено в таблиці 1.

Таблиця 1. Етапи фінансової лібералізації в Нігерії

1986	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Відкрито два валютні ринки</li> </ul>
1987	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Контроль за відсотковими ставками повністю знято</li> <li>◆ Ліцензування банківських операцій стало більш ліберальним</li> <li>◆ Ринки іноземних валют об'єдналися</li> </ul>
1988	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Засновано бюро (обміну) іноземних валют</li> <li>◆ Послаблено обмеження портфельів банків</li> <li>◆ Засновано Компанію зі страхування банківських вкладів</li> </ul>
1989	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Банкам дозволено сплачувати відсоток на депозити до запитання</li> <li>◆ Введено аукціонні ринки для державних цінних паперів</li> <li>◆ Стандарти достатності капіталу переглянуті наперед</li> <li>◆ Заборонено надання кредитів, базоване на депозитах в іноземній валюті</li> </ul>
1990	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Введено стандарти капіталу з урахуванням ризику та збільшено оплачену частину акціонерного капіталу банку</li> <li>◆ Введено загальні стандарти бухгалтерського обліку для банків</li> <li>◆ Здійснено стабілізацію цінних паперів з метою уникнення надлишку ліквідності</li> </ul>
1991	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Накладено заборону на дозвіл на проведення банківських операцій</li> <li>◆ Центральний банк уповноважений регулювати та здійснювати нагляд за діяльністю всіх фінансових установ</li> <li>◆ Здійснюється повторне управління процентними ставками</li> </ul>
1992	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Контроль за процентними ставками знову знято</li> <li>◆ Знову почалась приватизація привласнених урядом банків</li> <li>◆ Почалась дерегуляція ринку капіталу</li> <li>◆ Реорганізація ринку іноземної валюти</li> <li>◆ Знято кредитний контроль</li> </ul>
1993	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Введено непрямі монетарні інструменти</li> <li>◆ Заплановано реструктуризацію п'яти банків</li> </ul>
1994	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Заново нав'язаний контроль за процентними ставками та обмінним курсом</li> </ul>
1995	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Лібералізація потоків капіталу</li> <li>◆ Продовження контролю за процентними ставками ініціювало фінансові реформи</li> <li>◆ Послаблено контроль за обмінним курсом. Введено автономний валютний ринок</li> </ul>
1996	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Лібералізація ринку капіталу триває</li> <li>◆ Утримання відсоткової ставки контролює продовження фінансових реформ</li> <li>◆ Офіційний фіксований валютний ринок, який приводиться в рух трансакціями уряду, продовжує функціонування як автономний валютний ринок</li> </ul>

Джерело: Ікхїде та Алаводе (2001) та численні публікації Центрального банку Нігерії (CBN).

Нестабільність фінансової системи в 1990 році стимулювала спроби повторного регулювання, націлені на контроль за ростом сектора та вирішення проблем фінансової стійкості. Центральний банк ввів у дію зважений на предмет ризику

показник достатності капіталу банку. Усі банки були націлені на збереження основних фондів не менш ніж 7.26% загальної вартості активів, зважених на ризик, тоді як щонайменше 50% банківського капіталу має бути у формі основного капіталу – оплаченого або акціонерного капіталу та резервів на розкриття інформації (Ікхїде та Алаводе, 2001). Політичні зміни почались наприкінці року, коли Центральний банк Нігерії призупинив подальше ліцензування банківських операцій. Вказаний показник супроводжувався випуском Центральним банком Нігерії змістовних інструкцій для ліцензованих банків, щоб підвищити якість їх активів, зважених з урахуванням ризику, та обґрунтованість їх операцій. Це вимагало від банків класифікації елементів їх кредитного портфеля та визначення різних типів активів, які не приносять доходу. Щоб виявити на ранньому етапі будь-яке погіршення якості кредитного портфеля, банки також виконують керівні принципи, необхідні для перегляду таких кредитних портфельів на постійній основі (Ойо, 1993). В цьому ж році було прийнято програму Community Banking для сприяння місцевим приватним установам. Загальна сума позик, наданих народними та місцевими банками, які обслуговують невеликі населені пункти, склала менш ніж 1% загальної суми позик приватному сектору до 1993 року. Це вказує на незначний внесок у надання доступу до кредитів. Позики та аванси від місцевих та народних банків склали 822 млн. нігерійських найр по відношенню до 92.5 млрд. найр у загальній сумі кредитів, наданих приватному сектору (ЦБН, 1994, ст. 17, 35). Незважаючи на певний успіх, який спочатку продемонстрували місцеві банки, що обслуговують невеликі населені пункти (більше половини позик таких банків надійшло до сільськогосподарського та комерційного секторів), багато з них постраждали від неправильного використання "січневими знаменитостями" і збанкрутували до 1995 року.

У 1991 році Центральний банк Нігерії проголосив Декрет №24, а також Декрет про банки та інші фінансові установи (BOFID) №25, які замінили відповідні закони, що датувались 1958 та 1969 роками (Ікхїде та Алаводе, 2001). Ця постанова посилювала повноваження фінансових органів та право контролю ЦБН, обмежила аванси банків уряду та дозволила більше використання ринкових операцій для здійснення монетарного контролю. BOFID, з іншого боку, зосередився на нормативах, які можуть сприяти розвитку фінансового сектора у врегульованому режимі. Центральний банк Нігерії також мав ширші пов-

новаження для перевірки та контролю діяльності некредитоспроможних банків. Закон 1991 року сприяв покращенню фінансової відповідальності та нормативного нагляду за функціонуванням банківського сектора, а також більш обмеженого та автономного монетарного управління. Однак ЦБН не виконує свою роль через внутрішні недоліки та ігнорування цих постанов урядом.

Процентні ставки позитивно відреагували на фінансову лібералізацію, реальні ж процентні ставки поводитись інакше. В цілому вони були позитивними в 1987, так як і в 1990 та 1991, а негативними – у 1988 та 1989 роках. У 1992 та 1993 лише кредитні ставки були позитивними. Максимальний допустимий спред між ставками по депозитах та по кредитах був зафіксований на позначці 5%. З метою здійснення контролю за надлишком ліквідності у системі кредитний ліміт було повторно оглянуто та оцінено з включенням до аналізу онкольних грошей та депозитних свідочств.

Позаяк лібералізація мала успіх, федеральний контроль національних провідних банків ставав дедалі більш аномальним, і в 1992 році Технічна рада з питань приватизації та комерціалізації (Technical Committee on Privatization and Commercialization (TCPC)) запланувала продаж акцій уряду у семи комерційних та п'яти торговельних банках. Сутність цього полягала у сприянні автономії банківського управління, покращенні ефективності та посиленні інновацій. Більш раннє політичне втручання уряду негативно вплинуло на продуктивність цих установ, що привело до значної різниці між ними та їхніми приватизованими конкурентами. Приватизація привласнених урядом банків почалась у 1992 році. Вилучення державних цінних паперів було націлене на сприяння автономії банківського управління та посилення інновацій. У 1992 році весь контроль за ринком капіталу було знято. Замість Комісії з цінних паперів та бірж (Securities and Exchange Commission (SEC)), яка проводила оцінювання нових випусків цінних паперів ринку, він (контроль) був направлений на різноманітні смісійні банки, тоді як позабіржовому ринку цінних паперів було дозволено вільно проводити операції згідно з встановленими цією комісією нормативами.

Щотижневі аукціони іноземної валюти були відмінені, і банкам було дозволено отримувати іноземну валюту з будь-якого доступного джерела. Центральний банк був також активним учасником, вільним купувати та продавати іноземну валюту за визначеними ринком ставками.

Ця схема функціонувала до грудня 1992 року, коли банки були відсторонені після висунутих проти них звинувачень у професійній некомпетентності. Того ж року усі кредитні ліміти були зняті внаслідок неефективності прямого кредитного контролю. Проте відміна контролю за кредитами застосовувалась по відношенню лише до тих банків, які задовольняли критерії Центрального банку стосовно достатності капіталу, якості активів, компетентності керівництва, належних рівнів доходності та ліквідності. Таким чином, обмеження по кредитах були нав'язані банкам, класифікованим як ті, що розорені ЦБН.

У 1993 році було введено непрямі грошові інструменти – кредитні операції на відкритому ринку (open market operations (ОМО)). Впровадження ОМО мало на меті замінити використання прямого контролю за управлінням ліквідності в економіці. Деякі заходи, такі як інструкції про розміщення кредитів по секторах, і досі іноді використовуються по відношенню до сектора, якому віддається перевага. ОМО були проведені через атестовані облікові фірми, які складають відкритий ринок для державних цінних паперів, тоді як короткостроковий казначейський вексель був головним інструментом, який використовувався на той час.

### 3. МСП Нігерії до та після лібералізації фінансового сектора

У Нігерії малі та середні підприємства відповідають за 95% організованого виробництва та 70% робочих місць у промисловому секторі (Кауффманн, 2005). МСП складають близько 10-15% загального результату виробництва. Фінансування вважається найбільш важливою проблемою, з якою стикаються МСП у Нігерії (Удечукву, 2003). Результати проведеного у 2001 році дослідження вказали на те, що 50% досліджуваних підприємств отримали зовнішнє фінансування, тоді як 79% відчували нестачу фінансових ресурсів у якості головного обмеження (Огуюба та ін., 2004). Доступ до зовнішнього фінансування є слабким через високий ризик банкрутства серед МСП та через фінансові можливості, що не відповідають вимогам.

До початку епохи лібералізації (1980-1986) загальний обсяг кредитів, наданих приватному сектору, складав 75.8 млрд. найр, причому МСП відповідали за близько 4 млрд. найр або 5.3% загального кредитування приватного сектора. В таблиці 2 представлено дані про загальний обсяг кредитів, наданих приватному сектору та МСП у Нігерії.

Таблиця 2. Кредити, надані МСП (1980-2004)

Роки	Позики депозитного банку, надані МСП (у найрах)	Сума кредиту депозитного банку (у найрах)	Процентні відрачування до МСП (%)
1980	113.4	6,379.2	1.78
1981	185.0	8,604.8	2.15
1982	206.7	10,277.0	2.01
1983	351.3	11,100.0	3.16
1984	705.7	11,550.6	6.11
1985	972.2	12,170.3	7.99
1986	1,454.3	15,701.6	9.26
1987	3,587.3	17,531.9	20.46
1988	5,090.6	24,602.3	20.69
1989	5,789.5	28,108.8	20.60
1990	5,900.0	28,640.8	20.60
1991	7,572.3	32,912.4	23.01
1992	23,893.9	52,998.8	45.08
1993	20,362.9	73,245.8	27.80
1994	26,041.8	122,809.1	21.21
1995	41,534.1	171,758.2	24.18
1996	47,897.9	210,381.5	22.77
1997	47,982.2	295,273.5	16.25
1998	50,061.5	333,186.1	15.03
1999	54,361.5	411,348.7	13.22
2000	62,442.1	698,906.6	8.93
2001	52,428.4	796,164.8	6.59
2002	82,368.4	954,628.8	8.63

2003	90,195.6	1084861	8.31
2004	71,089.5	1421667	5.00

Джерела: дані Центрального банку Нігерії, щорічна звітність (різномасштабні видавця).

Протягом цього періоду резервні вимоги до комерційних банків Нігерії складалі менш ніж 10%, тоді як кредит надається певному сектору по субсидованій процентній ставці. Ставки по депозитах та ставки по кредитах були зафіксовані Центральним банком Нігерії (ЦБН). Сільськогосподарський, виробничий та сектор житлобудування вважаються головними в цей період. Галузі, яким віддається менша перевага, це імпорт та комерція, тоді як решта класифіковані як "Інші" (Ннанна, 2001). Ця класифікація дала змогу органам кредитно-грошового регулювання спрямовувати фінансові ресурси по пільгових ставках у сектор, який вважається пріоритетною областю. Процентні ставки для таких секторів є нижчими за мінімальну ставку переобліку, визначену ЦБН (minimum rediscount rate (MRR)), яка була низькою. На рисунку 1 зображено потік банківського кредитування як приватному сектору, так і МСП перед лібералізацією фінансового сектора. В середньому протягом часового проміжку, що передував лібералізації, приватний сектор щорічно отримував 10.8 млрд. у якості кредиту, тоді як незначна сума, 569.8 млн. нігерійських найр, була персведсена до МСП (щорічно).

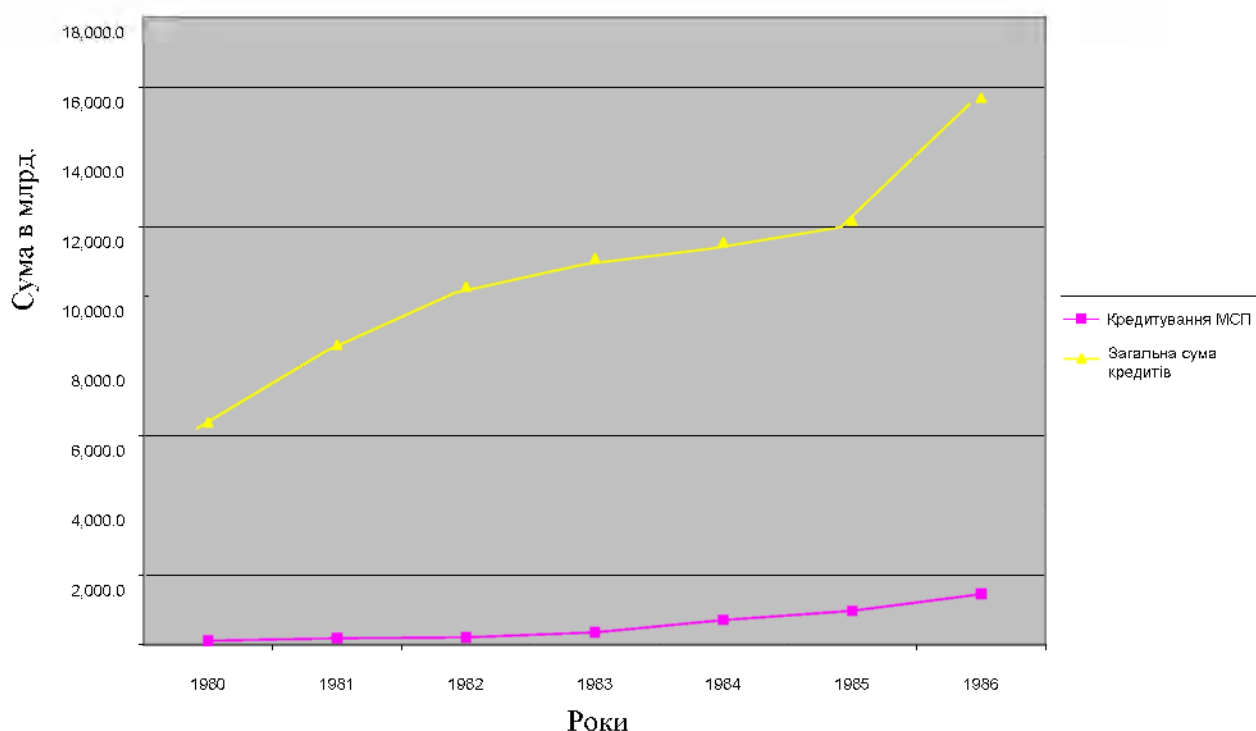


Рис. 1. Сума позик, наданої приватному сектору та МСП протягом 1980-1986 рр.



На рисунку 1 показано, що обсяги кредитування приватного сектора зросли протягом цього періоду, проте надання кредитів МСП зросло незначною мірою. Це не могло не бути пов'язаним з недостатніми стимулами та ризиковою природою підсектора малих та середніх підприємств. Незалежно від директив ЦБН, які сприяють розміщенню кредитів МСП протягом цього періоду, комерційні банки неохоче надавали кредити через нестачу гарантій у формі застави серед МСП. Наслідком цього стало те, що темпи росту кредитування МСП не є пропорційними об'ємам кредитів, наданих приватному сектору. Незважаючи на кредитні директиви, видані ЦБН для комерційних банків, надання кредитів МСП не заохочувалось. Ці та інші порушення в економічній системі Нігерії привели до виходу у 1986 році стабілізаційної програми, після прийняття якої доступ МСП до кредитування покращився, як зображено на рисунку 2, проте його рівень знизився у 1998 році через зміну у структурі стимулювання, встановленій ЦБН.

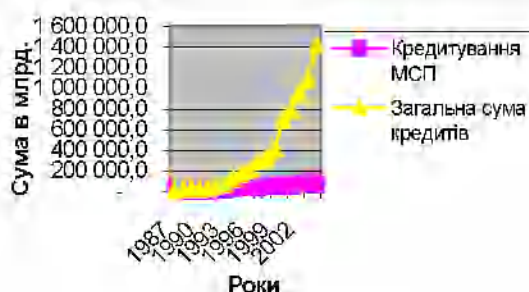


Рис. 2. Сума кредиту, наданого приватному сектору та МСП протягом 1980-2004 рр.

З рисунка 2 видно, що об'єм кредитів, наданих МСП, зростав поступово між 1987 та 2004 роками завдяки реформам фінансового сектора. Процентна норма кредитів МСП до кредитів приватному сектору зросла до 20.26% у 1987 порівняно з 9.26% у 1986 році, однак між 1987 та 1990 роками це підвищення стояло на позначці 20.59%. Воно досягло свого найбільшого піка у 1992 (45.08%), проте потім різко знизилось. Станом на 2004 рік ріст процентної норми складав лише 5%.

Щоб вирішити проблему зовнішнього фінансування для МСП, банки у 1999 році створили Схему інвестицій у малі та середні підприємства (Small and Medium Enterprises Equity Investment Scheme (SMEEIS)), SMEEIS вимагала від усіх банків Нігерії відкладати 10% їхніх прибутків після сплати податків (Profit After Tax (PAT)) для вкладень в акціонерний капітал та сприяння МСП. Результат цього, однак, не є очевидним.

#### 4. Методологія

Щоб оцінити рівень фінансової лібералізації, ми слідуємо Абїад (2004), Абїад та Моуді (2005), які розробили нову модель оцінювання фінансової лібералізації, що базується на класифікованих показниках, а не бінарних фіктивних змінних. У моделі представлено сім зведених показників рівня фінансової лібералізації:

- ◆ кредитне регулювання (credit control (CC)): направлення кредитів до привілейованих секторів;
- ◆ контроль за процентною ставкою (interest rate control (IRC)): включаючи випадки, коли уряд здійснює прямий контроль за процентними ставками або де існують мінімальний рівень, максимальний рівень або рівень коливань відсоткової ставки;
- ◆ вхідні бар'єри для банку (entry barrier (EB)): включаючи вимоги щодо ліцензування, обмеження на участь іноземних банків, обмеження, які стосуються спеціалізації банку чи відкриття універсальних банківських установ;
- ◆ банківське регулювання (bank regulations (BR)): відображення доходності, класифікація активів та встановлення норм кредитування з найкращими міжнародними практиками та нормами достатності капіталу за Базельською угодою;
- ◆ приватизація (PRIV): надання змоги банкам зменшити урядовий пакет акцій більшості;
- ◆ міжнародні фінансові трансакції (international financial transactions (IFT)): включаючи обмеження на капітал та конвертованість поточного рахунку, а також використання множинних валютних курсів;
- ◆ ринок цінних паперів (securities market (SM)): заснування ринків довгострокових зобов'язань та ринків акцій, відкритість ринків цінних паперів іноземним інвесторам.

При оцінці цих компонентів використано набір правил кодування:

- ◆ 0 – абсолютно пригнічений;
- ◆ 1 або 2 – частково пригнічений;
- ◆ 3 – значною мірою лібералізований;
- ◆ 4 – повністю лібералізований.

Таблиця 3. Кореляція між компонентами фінансової лібералізації

CC	1						
IRC	0.60	1					
EB	-0.38	-0.70	1				
BR	-0.46	0.55	0.53	1			
PRIV	-0.38	0.70	-1	-0.53	1		
IFT	0.16	0.25	-0.10	-0.19	0.10	1	
SM	0.43	0.70	-0.27	-0.51	0.27	0.20	1

В таблиці 3 показано кореляцію між сімома компонентами фінансової лібералізації. Деякі з



них демонструють високе співвідношення, що вказує на одночасність лібералізації серед цих вимірів. Найбільш часто вживані індикатори заходів фінансового тиску – банківське регулювання, кредитне регулювання, контроль за процентними ставками та ринки цінних паперів – надзвичайно корелюють один з одним, змінюючись від 0.55 до 0.70. Менш корельованими є показники фінансової лібералізації, які стосуються вхідних бар'єрів та міжнародних фінансових трансакцій. Вхідний бар'єр перебуває у зворотному зв'язку з деякими компонентами фінансової лібералізації, що є наслідком обмежень на розгалуження, обмежень нового входу для вітчизняних банків та частки акціонерного капіталу іноземного банку, яка не повинна перевищувати 50%. Показники міжнародних фінансових трансакцій (IFT), вхідних бар'єрів (EB) та банківського регулювання (BR) перебувають у негативному зв'язку, що є результатом контролю за притоком та витоком капіталу. Приватизація має найнижчу кореляцію з рештою компонентів, що вказує на те, що вона не співпадає з іншими реформами.

Щоб оцінити рівень лібералізації фінансового сектора у певний рік, ми сумуємо всі показники, упроваджені в цьому році. Оцінку зроблено за допомогою обчислення усіх показників, упроваджених у цьому році, а їх середнє значення обчислене з метою визначення ступеня лібералізації фінансового сектора. На рисунку 3 представлено масштаб лібералізації фінансового сектора Нігерії.

Відношення кредитів, наданих приватному сектору, до ВВП підтверджено як найкращий показник фінансового розвитку (див. Денізер та ін., 2000; Кінг та Левайн, 1993). Ми використовуємо відношення кредитів приватного сектора до ВВП, щоб оцінити кредити, надані банківським сектором малим та середнім підприємствам (PGDP). Щоправда, ми замінили кредити приватному сектору позиками, наданими малим та середнім підприємствам, оскільки центром уваги даної роботи є саме МСП (як підсектор приватного сектора).

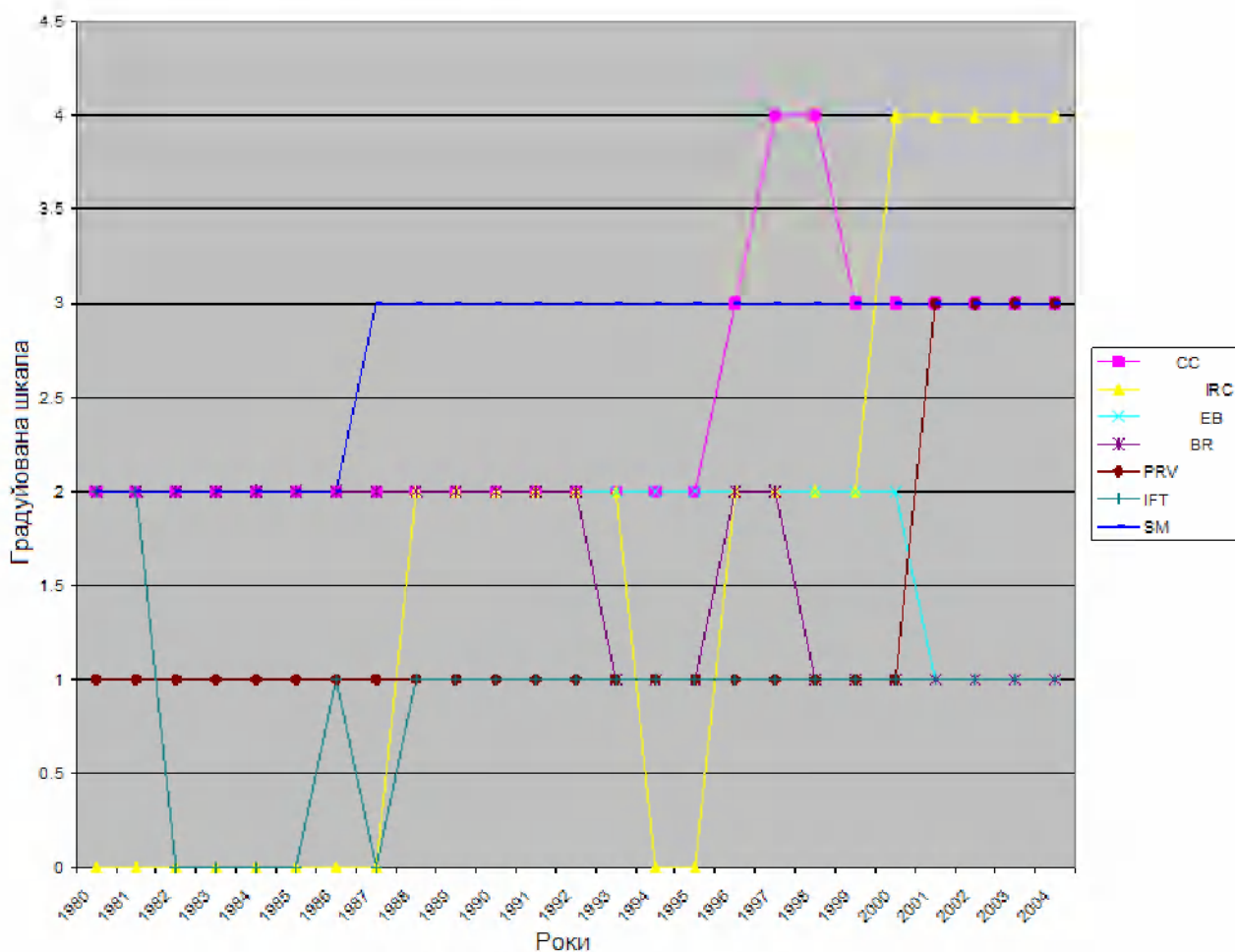


Рис. 3. Межі лібералізації фінансового сектора

Щоб зупинитись на впливі фінансової лібералізації на доступ до зовнішнього фінансування, ми використали метод аналізу основних компонентів (Principal component analysis (PCA)), розроблений Карі Кархунен та Майклом Лоеве. Це метод статистичного аналізу, який використовується при обробці інформації та тлумаченні багатомірних даних (Джексон, 1991). Використовуючи цей метод, ми вивчаємо взаємодію відношення кредитів МСП до ВВП (PGDP) з компонентами фінансової лібералізації, щоб визначити вплив фінансової лібералізації на зовнішнє фінансування, яке отримують МСП. Ми стандартизували набори змінних таким чином, щоб мати нульові значення та одиничні дисперсії при обчисленні матриці кореляції закодованих змінних. Таким чином, для визначення характеристичних векторів, які відображають коефіцієнти основних компонентів, проведено розкладання за власними (характеристичними) векторами. Характеристичні вектори PCA в цілому пояснюють загальну варіативність у наборі даних. Відносна важливість кожного компонента показана за допомогою його характеристичного значення. Порядок характеристичних векторів є таким, що характеристичний вектор, який відповідає найбільшому

характеристичному значенню, є коефіцієнтом для першого основного компонента.

## 5. Аналіз результатів та обговорення

**5.1. Аналіз результатів.** Результати PCA, взаємодіючи з відношенням кредитів МСП до ВВП, наданих депозитними банками, показують, що перший основний компонент має характеристичне значення 3.776 та представляє 47.2% загальних факторів. Перші три (3) фактори мають значення близько 1.0 і вище та представляють 80.5%. Таблиця 4 пропонує характеристичні значення та характеристичний вектор кожного основного компонента.

Декомпозиція характеристичного вектора відповідно до основних компонентів направленої дії та характеристичного значення показує, що головними векторами є IR, PRV, CC та SM з характеристичними значеннями 0.463, 0.439, 0.348 та 0.324, відповідно. Це зумовлює вплив будь-якої волатильності на кредити, надані МСП, у першому компоненті, який має відносну значимість 47.2%.

У другому та третьому основних компонентах (відношення кредитів, наданих МСП, до ВВП) вплив PGDP, SM, IR та EB є позитивним.

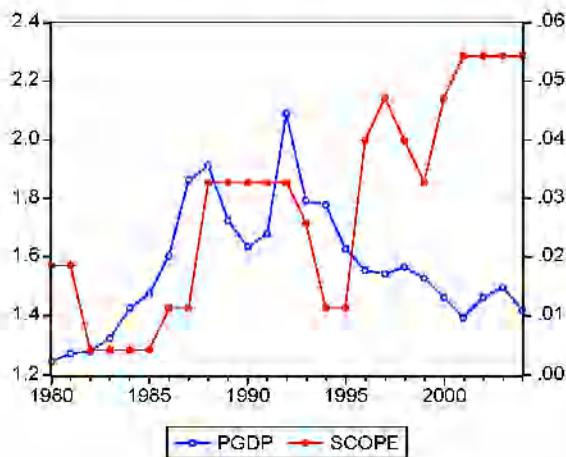
Таблиця 4. Аналіз основних компонентів фінансової лібералізації та кредити депозитних банків для МСП

Кореляція PGDP, BR, CC, EB, IFT, IR, PRV та SM								
	PC 1	PC 2	PC 3	PC 4	PC 5	PC 6	PC 7	PC 8
Характеристичне значення	3.776	1.667	0.997	0.762	0.520	0.180	0.098	0.000
Відсоток зміни	0.472	0.208	0.125	0.095	0.065	0.022	0.012	0.000
Сумарний відсоток	0.472	0.680	0.805	0.900	0.965	0.988	1.000	1.000
Характеристичні вектори:								
Змінна	Вектор 1	Вектор 2	Вектор 3	Вектор 4	Вектор 5	Вектор 6	Вектор 7	Вектор 8
PGDP	-0.043	0.706	0.260	0.238	-0.066	0.394	-0.464	0.000
BR	-0.388	-0.057	0.034	0.118	-0.887	0.055	0.203	0.000
CC	0.348	-0.004	-0.231	-0.739	-0.264	0.436	-0.140	0.000
EB	-0.439	0.275	-0.240	-0.307	0.093	-0.258	-0.065	-0.707
IFT	0.145	0.087	-0.872	0.438	-0.043	0.129	-0.030	0.000
IR	0.463	0.117	0.016	-0.001	-0.345	-0.700	-0.403	0.000
PRV	0.439	-0.275	0.240	0.307	-0.093	0.258	0.065	-0.707
SM	0.324	0.571	0.041	-0.059	-0.021	-0.106	0.743	0.000



Примітки: PGDP представляє кредити, надані МСП. PC – основний компонент. Характеристичні значення – величина відхилення основних компонентів. Характеристичні вектори дають коефіцієнти стандартизованих змінних.

**5.2. Обговорення.** *5.2.1. Масштаб фінансового розвитку та фінансової лібералізації в Нігерії.* Протягом періоду, який ми називаємо режимом управління, відношення кредитів, наданих МСП, до ВВП між 1980 та 1983 роками відстає від рівня розвитку фінансового сектора. Період між 1983 та 1988 роками став свідком монотонно зростаючих змін рівня фінансового розвитку, оскільки уряд здійснював спроби розвинути фінансову систему, особливо після економічного краху на початку 80-х років у зв'язку з кризою світових цін на нафту. Таким чином, цей період засвідчив значне управління кредитами і, незважаючи на слабкість економічної системи на предмет посередництва, кредити для МСП набули високих темпів росту. Рисунок 5 представляє масштаби фінансового розвитку та фінансової лібералізації в Нігерії.



Примітка: PGDP – відношення кредитів, наданих МСП, до ВВП. SCOPE – ступінь фінансової лібералізації.

**Рис. 4.** Масштаби фінансового розвитку та фінансової лібералізації в Нігерії

З початком економічного підйому, який співпав з новою ерою непрямого контролю в 1993 році, кредити продовжували надаватись, незважаючи на обмеження, які були встановлені, щоб нанести поразку послабленню банківського сектора, невиконанню курсу іноземної валюти банками та відмиванню грошей. Це, однак, продемонструвало низхідний рух, що відображає економічні цикли. Починаючи з 1995 року, який став свідком покращення показників фінансової лібералізації, універсальна банківська справа, яка була представлена у 2001 році, сприяла підвищенню рівня контролю; були невеликі стимули

для активізації надання кредитів малим та середнім підприємствам. Це прискорилось існуванням обмежень дебіторів, які були встановлені на рівні 8%, вилученням депозитів державного сектора з банків до центрального банку та слабким управлінням кредитуванням, що привело до значного обсягу безнадійних кредитів.

**Висновок**

Дані стосовно впливу фінансової лібералізації на доступ до зовнішнього фінансування є суперечливими. Прихильники лібералізації переконані, що вона допоможе підвищити рівень фінансових інновацій, збільшуючи при цьому ефективність фінансового посередництва, що, в свою чергу, веде до оптимального розміщення ресурсів (Чоу та Чін, 2004). До початку епохи фінансової лібералізації в Нігерії обсяги кредитування МСП зростали. Це можна пояснити політичними процедурами, до яких удався уряд і які були націлені на зниження обмежень зовнішнього фінансування МСП. Протягом цього періоду уряд застосовував пряме грошово-кредитне регулювання загальних показників кредитування та призначив найнижчі процентні ставки, щоб зробити зовнішнє фінансування доступним для сектора малих та середніх підприємств. Однак процентна норма кредитів, виділених МСП протягом цього часу, є відносно незначною.

Очікується, що лібералізація фінансового сектора Нігерії сприятиме конкуренції в банківській індустрії, активації депозитних коштів та покращить доступ приватного сектора, особливо МСП, до фінансування. Однак результати даної статті показують, що цей вплив є невизначеним. Таким чином, незважаючи на ріст абсолютного вираження, недостатнім буде "запустити" ріст економіки.

З цих результатів слідує, що лібералізація фінансового сектора сама по собі не є достатньою для полегшення доступу МСП до зовнішнього фінансування. Необхідні й інші реформи, наприклад, уряд чи його органи повинні вказувати керівництву МСП на важливість використання зовнішніх фінансів для фінансування їхнього бізнесу. Щоб мінімізувати ризик, з яким стикається фінансовий сектор при фінансуванні МСП у Нігерії, дана робота наводить на думку про те, що фінансові установи повинні гарантувати кредитування МСП через ризик страхування кредитів. Щоб досягти цього, уряд має реструктуризувати та зміцнити страхові компанії. Ми також вважаємо, що МСП повинні врегулювати власну діяльність. Це включає наявність бази даних, де б зберігалась уся документація МСП. Крім того, все це має здійснюватись на регіональному рівні,

щоб уникнути плутанини. В цій базі мають публікуватись дані про продуктивність та прибутковість кожного малого чи середнього підприємства. На основі цих даних МСП повинні класифікуватись відповідно до показників продуктивності. Це дасть можливість фінансовому сектору інвестувати в ці підприємства з мінімальним ризиком. Нарешті, на нашу думку, як МСП, так і

фінансові установи повинні налагодити банк даних (портфель кредитів), на основі чого МСП можуть зберігати постійну процентну норму своїх прибутків з установами, які надають фінансові послуги. Це зміцнить їх взаємозв'язок з фінансовими установами та послабить обмеження фінансування.

### Список використаних джерел

1. Abiad, A. A New Database of Financial Reforms // IMF Working Paper, 2004.
2. Abiad, A., A. Mody. Financial Reform: What shakes it? What shapes it? // *American Economic Review*, 2005. – No. 95. – pp. 66-88.
3. Atiyas, I., Financial Reform and Investment Behaviour in Korea: Evidence from Panel Data // *World Bank Mimeo*, 1992.
4. Ayyagari, M., A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic. How Important Are Financing Constraints? The Role of Finance in the Business Environment // *World Bank Mimeo*, 2006. – No. 3820.
5. Beck, T., A. Demirguc-Kunt, V. Maksimovic. Financial Patterns around the World: Are Small Firms Different? // *World Bank Mimeo*, 2004.
6. Bekaert, G., C. Harvey, C. Lundbald. Does Financial Liberalisation Spur Growth? // *Journal of Financial Economics*, 2005. – No. 77. – pp. 3-56.
7. Carlin W., C. Mayer. Finance, Investment and Growth // *Journal of Financial Economics*, 2003. – No. 68. – pp. 191-226.
8. CBN, Central Bank of Nigeria Annual Report 1993. Central Bank of Nigeria. – Lagos, 1994. – pp. 17, 35.
9. Chou, Y., M. Chin. Opening the Financial Sector to Foreign Competition: Assessing the Dynamic Macroeconomic Consequences Using a Two-Sector Growth Model // *Singapore Economic Review*, 2004. – No. 49. – pp. 195-224.
10. Denizer, C., M. Iyigun, A. Owen. Finance and Macroeconomic Volatility, Policy // Research Working Paper, 2000. – No. 2487.
11. Galindo, A., F. Schiantarelli, A. Weiss. Does Financial Liberalisation Improve the Allocation of Investment: Micro Evidence from Developing Countries // Working Paper, Department of Economics, Boston College, 2003. – No. 503.
12. Gallego, F., N. Loayza. Financial Structure in Chile: Macroeconomic Developments and Microeconomic Effects // World Bank Working Paper, 2000.
13. Gertler, M., A. Rose. Finance, Public policy and Growth // In Caprio, G., J. Atiyas, J. Hanson. Financial Reform: Theory and Experience – New York: Cambridge University Press, 1994. – pp. 13-48.
14. Gelos, G.A. Werner. Financial Liberalisation, Credit Constraints, and Collateral: Investment in the Mexican Manufacturing Sector // *Journal of Development Economics*, 2002. – No. 67. – pp. 1-27.
15. Goldsmith, R. Financial Structure and Development. – New Haven, Connecticut, Yale: University Press, 1969.
16. Haramillo, F., F. Schiantarelli, A. Weiss. Capital Market Imperfections Before and After Financial Liberalisation: An Euler Equation Approach to panel Data for Ecuadorian Firms // *Journal of Development Economics*, 1996. – No. 51. – pp. 367-386
17. Harris, J., F. Schiantarelli, M. Siregar, M. The Effect of Financial Liberalisation on the Capital Structure and Investment Decisions of Indonesian Manufacturing Establishments // *World Bank Economic Review*, 1994. – No. 8. – pp. 17-47.
18. Hermes, N., R. Lensink. Banking Reform and Financing Firm Investment: An Empirical Analysis of the Chilean Experience, 1983-1992 // *Journal of Development Studies*, 1998. – No. 34. – pp. 27-43.
19. Ikhide, S., A. Alawode. Financial Sector Reforms, Macroeconomic Instability and the order of Economic Liberalisation: The Evidence from Nigeria // AERC Research Paper, 2001. – No. 112.
20. Jackson, J. A User's Guide to Principal Components. – New York: Wiley-Interscience, 1991. – pp. 424.
21. Kauffmann, C. Financing SMEs in Africa // African Economic Outlook, African Development Bank and OECD Development Centre, 2005. – No. 7
22. King, R., R. Levine. Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence // *Journal of Monetary Economics*, 1993. – No. 32. – pp. 513-542.
23. Nnanna, O. Monetary Policy Framework in Africa: The Nigerian Experience // Central Bank of Nigeria. Working Paper, 2001.
24. Laeven, L. Financial Liberalisation and Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies // World Bank Policy Research Working Paper, 2003. – No. 2467.
25. Levine, R., N. Loayza, T. Beck. Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes // *Journal of Monetary Economics*, 2000. – No. 46. – pp. 31-77.
26. Lewis, P. and H. Stein. Shifting Fortunes: The Political Economy of Financial Liberalisation in Nigeria // *World Development*, 1997. No. 25. – pp. 5-22.
27. McKinnon, R. Money and Capital in Economic Development. – Washington, D.C.: Brookings Institute, 1973.
28. Ogujiuba, K., F. Ohuche, A. Adenuga. Credit Availability to Small and Medium Scale Enterprises in Nigeria:

- Importance of New Capital Base for Banks-Background and Issues // AIAE Working Paper, 2004.
29. Ojo, M. A review and appraisal of Nigeria's experience with Financial Sector Reform // Central Bank of Nigeria, Research Development Occasional Paper, 1993. – No. 8.
  30. Rajan, R., L. Zingales. Financial Dependence and Growth // *The American Economic Review*, 1998, – No. 88. – pp. 559-586.
  31. Shaw. E. Financial Deepening in Economic Development. – New York: Oxford University Press, 1973.
  32. Sobodu, O., P. Akiode. Bank Performance, Supervision and Privatisation in Nigeria: Analysing the Transition to a Deregulated Economy // Research Report presented at the African Economic Research Consortium Workshop, Nairobi, Kenya. 1994.
  33. Stiglitz, J., The Role of the State in Financial Markets. In: Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics, The World Bank, Washington D.C., 1994.
  34. Udechukwu, F. Survey of Small and Medium Scale Industries and their potential in Nigeria. Central Bank of Nigeria seminar on Small and Medium Industries Equity Investments Scheme (SMIEIS), Lagos: Publication of CBN Training Centre, 2003.
  35. World Bank (2001). Finance for Growth: Policy Choices in a Volatile World. – World Bank Policy Research Report. New York: Oxford University Press Inc, 2001.
  36. Wurgler, J., Financial Markets and the Allocation of Capital // *Journal of Financial Economics*, 2000. – No. 58. – pp. 187-214.

Отримано 19.06.2008

Переклад з англ. Середи Н.