

**Федеральное государственное бюджетное образовательное  
учреждение высшего профессионального образования  
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА И  
ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

**Данилов Ю.А.,**

**Пивоваров Д.А.,**

**Давыдов И.С.**

**Подходы к разработке комплексной модели взаимосвязей  
финансового сектора и социально-экономической системы  
Российской Федерации**

**Москва 2020**

**Аннотация.** В работе исследуются проблемы моделирования системы взаимосвязей финансового сектора Российской Федерации. Эти взаимосвязи делятся на две группы: взаимосвязи с факторами, предопределяющими финансовое развитие (детерминантами финансового развития), и взаимосвязи с параметрами социально-экономического развития (параметрами социально-экономической системы). Важнейшей проблемой в данном случае представляется недостаточность длины рядов показателей, которые позволили бы выявить данные взаимосвязи на основе российских данных – такое возможно только для крайне ограниченного круга задач. Поэтому мы предложили использовать «портрет» России на основе формирования выборки стран, максимально соответствующей особенностям российской экономики и российского финансового сектора, которая строится на основе двух критериев: качество институтов защиты интересов инвесторов; доля природной ренты в национальной экономике. Формирование такой выборки, как показали пробные расчеты, существенно меняет набор выводов и рекомендаций относительно тех, которые формулируются на основе проведения межстрановых исследований на основе выборки всех стран, равно как и выборок стран по уровню дохода. В числе наиболее значимых результатов, полученных с помощью такой методики, стали результаты оценки влияния субиндексов Индекса финансового развития на коэффициент Джини, часть из которых отрицательно и значимо влияют на размер показателя Джини, т.е. способствуют снижению неравенства. В числе результатов, полученных на большой выборке стран, но касающихся наиболее болезненных вопросов российского экономического развития, важный результат получен при оценке влияния финансовой структуры на волатильность экономического роста. Волатильность роста значимо положительно зависит от соотношений размеров кредитов и капитализации, а также экспорта и импорта. В работе сформулированы предложения по дальнейшему развитию модели взаимосвязей финансового сектора

Данилов Ю.А., ведущий научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, кандидат экономических наук

Пивоваров Д.А., научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Давыдов И.С., младший научный сотрудник лаборатории структурных исследований ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2020 год.

## Содержание

Введение .....	4
Глава 1. Анализ наиболее значимых работ с моделями взаимосвязей финансового сектора и полученных результатов .....	5
Глава 2. Основные методические результаты .....	13
2.1 Общий замысел построения комплексной модели взаимосвязей финансового сектора .....	13
2.2 Описание концепции комплексной модели взаимосвязей финансового сектора .....	15
2.3 Проблемы разработки модели на основе российских данных и использование альтернативного подхода на основе построения «портрета» России.....	18
2.4. Методика формирования выборок стран по признаку качества институтов защиты инвесторов .....	24
Глава 3. Основные эмпирические результаты .....	30
3.1 Апробация «портрета» России для оценки результативности подхода .....	30
3.2 Финансовая структура и ее влияние на волатильность экономического роста.....	35
3.3 Влияние финансового развития на неравенство .....	41
Заключение.....	46
Список использованных источников.....	50

## Введение

Финансовый сектор играет все более заметную роль в функционировании современных социально-экономических систем. Он, с одной стороны, существенно расширяет возможности социально-экономического развития, а с другой стороны, постоянно увеличивает потенциал системных рисков. Финансиализация – один наиболее заметных процессов последних 40-50 лет, заключающийся в придании финансовой формы все большей части экономических отношений. Все это предопределяет значимость исследований взаимосвязей финансового сектора: во-первых, с социально-экономическими системами в целом, и во-вторых, с теми факторами, которые предопределяют финансовое развитие.

Исследование финансового развития в последнее десятилетие является одним из наиболее интенсивных направлений развития современной экономической мысли. Особое внимание уделяется взаимосвязям финансового сектора с народным хозяйством в целом: исследуется влияние финансового развития на экономический рост (finance-growth nexus), а также на другие макроэкономические параметры, среди которых в последние годы все большее внимание уделяется показателям макроэкономической стабильности и неравенства. В последние годы оценка финансового развития стала комплексной: она учитывает не только показатели финансовой глубины, но также и финансовой инклюзии, финансовой стабильности и эффективности финансового сектора [1].

В рамках исследований взаимосвязей финансового развития и социально-экономического развития показатели финансового развития, как правило, рассматриваются как экзогенные параметры, а параметры социально-экономического развития – как эндогенные. Исследования взаимосвязи финансового сектора с детерминантами финансового развития до последнего времени были гораздо менее активны, но пришедшее понимание о том, что финансовое развитие, формирующее влияние на социально-экономическое развитие, также зависит от целого ряда экзогенных факторов, активизировало анализ этой группы взаимосвязей финансового сектора.

В результате этих исследований созданы предпосылки для формирования комплексной модели взаимосвязей финансового сектора с параметрами социально-экономического развития, с одной стороны, и с факторами, влияющими на финансовое развитие, с другой стороны. Отсутствие такой модели, учитывающей национальные особенности Российской Федерации, существенно снижает эффективность корректирующего воздействия государственной экономической политики в сфере финансового развития.

## **Глава 1. Анализ наиболее значимых работ с моделями взаимосвязей финансового сектора и полученных результатов**

На современном этапе развития мировой экономики наблюдается интенсивный рост роли финансового сектора в социально-экономическом развитии, что сопровождается ростом связанных с этим рисков. Поэтому состояние финансового сектора, равно как и понимание характера его влияния на народное хозяйство, с одной стороны, и понимание закономерностей влияния на финансовое развитие со стороны его детерминантов, с другой стороны, становятся критически важными для проведения государственной экономической политики.

Взаимосвязь финансового развития и экономики многократно описывалась в эмпирической и теоретической литературе. На определенном этапе появились труды по истории данного направления исследований, среди которых особенную ценность представляют те работы, в которых содержатся фундаментальные обобщения и приводятся выводы о причинах того или иного развития научной мысли в этой сфере. Среди них необходимо выделить работу [2], в которой автор сделал значимые обобщения в отношении исследований взаимного влияния финансов и экономического роста, которые получили наименование *finance-and-growth literature* или *finance-growth nexus*.

Несмотря на то, что эмпирической литературе по финансам и росту уже четверть века, мнения по-прежнему расходятся в том, стимулирует ли финансовое развитие экономическое развитие в причинном смысле. В то время как большинство исследователей утверждают, что в течение долгого периода истории вклад финансовых рынков в экономический рост был «слишком очевиден для серьезного обсуждения» [3], другие жаловались на то, что важность финансовых рынков для экономического развития сильно преувеличен в академической дискуссии [4]. Более того, глобальный финансовый кризис 2008–09 годов укрепил мнение о том, что финансы могут вырождаться в деятельность, направленную на получение ренты [5], и даже в формирование причин будущих финансовых кризисов [6], с неблагоприятными последствиями для долгосрочного роста и для социального развития.

В [2] сформулировано четыре важных вывода. Во-первых, большая часть исторических данных свидетельствует о том, что в среднем финансовое развитие оказывает монотонное положительное влияние на экономический рост. Этот вывод сделан в исследованиях, основанных на совокупных данных, отраслевых данных и данных фирм; он получает в исследованиях, основанных на современных данных, а также в исследованиях, использующих исторические временные ряды; он достигается как в

выборках, в которых доминируют промышленно развитые страны, так и в выборках, в которых доминируют развивающиеся рынки; и он устойчив к многочисленным эконометрическим методам, нацеленным на оценку причинно-следственной связи между финансовым и экономическим развитием в данных.

Во-вторых, более поздние исследования поставили под сомнение предположение о том, что влияние финансового развития на экономический рост является не только положительным, но и монотонным. В ряде работ указывалось на нелинейность взаимосвязи между финансами и ростом, сравнивались различные виды финансовой деятельности с точки зрения их свойств, способствующих росту. Глобальный вывод этого направления исследований заключается в том, что положительное влияние финансов на рост прекращается при переходе показателей финансовой глубины за некоторый пороговый уровень [7], [8], [9]. Среди возможных объяснений этого эффекта (названного эффектом избыточных финансов – «too much finance effect» [7]) - утечка мозгов из реального в финансовый сектор, выявленная альтернативность между ростом и стабильностью, которая может усугубляться финансовым развитием. Кроме того, был отмечен тот факт, что некоторые виды финансов, такие как ипотечные кредиты - значительно менее способствуют устойчивому экономическому развитию, чем другие виды финансирования, такие как кредитование предприятий [10].

В-третьих, хотя большая часть более ранней литературы предполагала, что финансовая структура страны не оказывает независимого влияния на экономический рост, более поздние данные оспаривают эту точку зрения. По мере роста доходов на душу населения финансовые структуры стран демонстрируют опережающее развитие небанковского финансирования. Таким образом, рыночное посредничество росло быстрее, чем банковское, особенно в развитых странах, в том числе благодаря прогрессу в технологиях, большей доступности, использованию достоверной информации и большей интернационализации финансовых систем. В ряде недавних работ было показано, что предельный вклад банков в экономический рост снижается, а вклад рынков капитала увеличивается вместе с экономическим развитием [11], в частности потому, что рыночное финансирование лучше для стимулирования инноваций и производительности, а также для финансирования новых источников роста.

В-четвертых, различные аспекты финансового развития могут оказывать социальное воздействие, помимо их первостепенного влияния на экономический рост. Например, последние данные свидетельствуют о том, что, в частности, банковская конкуренция связана со снижением гендерного неравенства. Влияние финансов на инвестиции в человеческий капитал представляется более неоднозначным. В то время как

некоторые исследователи считают, что финансовое развитие увеличивает спрос на образование, другие находят доказательства того, что дети предпринимателей, имеющие более широкий доступ к формальным кредитам, как правило, бросают образование раньше, чтобы присоединиться к семейной фирме.

По мнению А.Попова [12], идея связать финансы и рост в концептуальном смысле восходит более чем к столетию, к двум оригинальным вкладам. Vagehot [13] утверждает, что во время промышленной революции в Англии финансы играли решающую роль, способствуя мобилизации капитала для «огромных работ». Шумпетер [14] утверждает, что эффективные финансовые посредники стимулируют технический прогресс, перераспределяя инвестиционные фонды тем предпринимателям, которые имеют наилучшие шансы на успешную реализацию инновационных продуктов, определив данный процесс, как «творческое разрушение».

Основополагающим для последних 30 лет эмпирическим исследованием взаимосвязи между финансами и ростом является статья Кинга и Левина [15]. Эта и многие последующие работы сформулировали консенсусное положение о том, что финансовая глубина положительно влияет на экономический рост. На наш взгляд (см. [1]), за период 1993 – 1998 гг. в данном направлении были определены основные причины, вследствие которых финансовый сектор оказывает устойчивое положительное влияние на экономический рост, основные каналы влияния финансового развития на экономическое развитие, а также сформулирован (Россом Левайном) перечень основных функций финансового сектора в социально-экономической системе, до сих пор остающийся консенсусным в мировой науке [16].

Примерно в то же время активизировались исследования финансовой структуры и ее влияния на социально-экономическое развитие. Как мы отмечали [1], анализ внутренней структуры финансового сектора восходит еще к работам Голдсмита, в которых было показано, что банковский сектор развивается медленнее других институциональных сегментов финансового сектора, и сформулированы понятия типов финансовых систем - «market-based» и «bank-based» [17]. Но активизация исследований различий между развитием банковского сектора и развитием финансовых рынков в свете их влияния на экономический рост началась в конце 1990-х годов. Наиболее значимыми работами того периода в этой сфере представляются [18], [19] и [20]. В настоящее время это один из наиболее активно разрабатываемых вопросов *finance-and-growth literature*.

Следующим шагом в развитии исследований в данном направлении стал поиск причинности. Было установлено, что связь между финансовым развитием и

экономическим ростом, вероятно, причинно-следственная, где причина на стороне финансового развития [21], [22].

Примерно с 2007 года начались исследования влияния параметров финансового сектора на макроэкономическую устойчивость: [23], [24]. Уже на этом этапе данный вопрос был увязан с проблематикой финансовой структуры в контексте поиска оптимальной (с точки зрения влияния на макроэкономическую устойчивость) финансовой структуры. Так, в работе [24] по выборке из 24 развитых стран за период с 1960 по 2013 гг. авторы выяснили, что способность банк-ориентированного финансового сектора абсорбировать шоки становится ограниченной, когда снижение деловой активности совпадает с финансовым кризисом.

Был выявлен нелинейный характер взаимозависимостей развития финансового сектора и социально-экономического развития, на основе этого сформулирована гипотеза эффекта «избыточных финансов» (“too much finance” effect) [7]. Нелинейность влияния финансовой глубины на экономический рост, а также на его волатильность способствовало существенному изменению воззрений на связь финансов и роста, и, соответственно, значимой корректировке политических рекомендаций. Современные работы исходят из необходимости перенести акцент с политики по стимулированию финансового углубления на политику по повышению финансовой инклюзивности [9]. В работе [25, р. 186, 187] обосновывается, что данный тезис весьма актуален для России.

В отличие от подхода к оценке финансового развития, господствовавшего до переосмысления кризиса 2008 года (когда финансовое развитие отождествлялось с ростом финансовой глубины), после 2012 года финансовое развитие рассматривается как сложный многофакторный процесс, для оценки которого необходимо применение комплекса показателей. Именно такой подход реализован в работе [26], в которой финансовое развитие оценивается по показателям глубины, доступности, эффективности и стабильности, раздельно рассчитываемым в отношении финансовых институтов и в отношении финансовых рынков, то есть по матрице характеристик финансовой системы размером 4x2. Данная матрица была использована МВФ при расчете Индекса финансового развития (Financial Development Index – FDI), позиционируемого как интегральный показатель финансового развития и опирающегося на 20 показателей [27].

После кризиса 2008 года усилилось внимание к влиянию, которое финансовое развитие оказывает на различные социально-экономические параметры. Если раньше анализировалось в основном влияние финансов на экономический рост, то теперь все более активными становятся исследования влияния финансового развития на неравенство [8], [28].



Все вышеописанное касается моделей влияния финансового развития на социально-экономическое развитие, сформировавших целое направление *finance-growth nexus*. Напротив, модели влияния различных экзогенных факторов на параметры финансового развития остаются достаточно редкими. Обсуждение проблематики детерминант финансового развития в глобальной экономической дискуссии началось в конце 1990-х годов.

Попытку найти основной «главный» фактор финансового развития предпринимали авторы концепций «право и финансы» [29] и «политическая система и финансы» [30], а также авторы гипотезы влияния исторических факторов на финансовое развитие ([31], [32]) и авторы гипотезы влияния социокультурных факторов на финансовое развитие [33], [34], [35].

Современные работы в области детерминантов финансового развития, как правило, исходят из предположения о наличии не одного «главного» фактора, а о наличии комплекса факторов, предопределяющих финансовое развитие [36]. В качестве таких детерминантов предлагались самые различные показатели, что привело к необходимости их систематизации. В ряде работ были предложены классификации детерминант финансового развития [27], [37], [38].

В работе [39] был проведен мета-регрессионный анализ детерминант финансового развития, которые использовались в ранее проведенных исследованиях. Для формирования данных были отобраны 92 независимых исследования с 1900 оценками для мета-анализа. В качестве детерминантов финансового развития рассматривались показатели качества институтов, торговая открытость, финансовая открытость, инфляция и доверие. В качестве показателей финансового развития использовались показатели кредита частному сектору и рыночной капитализации.

В результате анализа было выявлено, что влияние качества институтов на частный кредит положительно, как и на рыночную капитализацию. Единственным оцениваемым параметром с негативным влиянием на кредит частному сектору и на размер рыночной капитализации оказалось французское гражданское право, но данная оценка получена с низкой точностью по причине небольшой выборки для оценки. Верховенство закона оказалось практически в 5 раз более важно, а качество управления в 2 раза более важно для кредитования, чем для капитализации. Однако, демократичность общества оказалась более важным параметром для размера рыночной капитализации. Также было обнаружено, что торговая и финансовая открытость обладают большим положительным эффектом на рост капитализации, чем на размер кредитования. Инфляция же в свою очередь негативно влияет на оба параметра финансового развития [39].

Крайне редко исследовалось влияние детерминант финансового развития непосредственно на социально-экономическое развитие. Объединить в рамках одной модели как взаимное влияние финансового развития и социально-экономического развития, так и влияние детерминант финансового развития на параметры финансового сектора пока никому не удавалось. Среди работ данной группы можно указать, пожалуй, только две русскоязычные работы [40] и [41]. В работе [40], на наш взгляд, созданы достаточно серьезные методические наработки для реализации такой модели.

Проведя анализ методических основ ряда наиболее значимых работ, исследовавших взаимосвязи финансового сектора с социально-экономическим развитием и с детерминантами финансового развития, мы сделали следующее обобщение применяемых методик (см. таблицу 1).

Таблица 1 – Методы, использованные в работах, в которых применялись модели исследования взаимосвязей финансового сектора

№	Работа [№ в списке источников]	Методы		
		Использованные при подготовке данных	Расчетные (использованные в модели)	Проверочные
I.	Влияние детерминантов финансового развития на показатели финансового развития			
1.1	Ibrahim, M. and Sare Y. A. (2018) [42]	Брались 4-летние средние	Обобщенный метод моментов с фиксированием межстрановых эффектов	(1) прокси переменной человеческого капитала; (2) проводился тест Саргана-Хансена для проверки переопределения ограничений
II.	Влияние показателей финансового развития на социально-экономические показатели			
2.1	Мамонов М. и др. (2017) [38]	-	(1) Двухшаговый обобщенный метод моментов; (2) Фиксация межстрановых эффектов; (3) Использование инструментальных переменных	-
2.2	Peia O., Roszbach K. (2015) [43]	Проверка возможности интеграции каждой из переменной, подбор оптимального набора лагов, определение детерминистических переменных (константа, тренд и дамми-переменные) и проверка на структурные разрывы данных (например, когда по одной переменной менялся тренд)	Методы статистического анализа данных - матрица коинтеграции и каузальность Грейнджера	(1) полностью модифицированный метод наименьших квадратов, (2) единичные корни и модели коинтеграции, (3) сравнение с альтернативными показателями финансового развития
2.3	Barajas A. et al. (2013) [44]	Наблюдения разбиты на 6 групп по 5-летним средним значениям.	Обобщенный метод моментов с фиксацией межстрановых эффектов	Сравнение с альтернативными показателями финансового развития
2.4	Мамонов М. и др. (2017) [45]		(1) ВМА (Байесовского модельного усреднения); (2) 2sls, GMM; (3) фиксированные межстрановые эффекты	Использование 3 сценариев прогноза

Продолжение таблицы 1

№	Работа [№ в списке источников]	Методы		
		Использованные при подготовке данных	Расчетные (использованные в модели)	Проверочные
2.5	Herwartz, Walle (2014) [46]	Данные преобразованы в логарифмы	Динамическая модель наименьших квадратов с преобразованием Уайта	-
2.6	Zhang R., Naceur S.B. (2019) [47]	Составляются выборки высоко- средне- и низко-доходных стран ( в качестве Dummy variables)	Матрица корреляции переменных	OLS, метод инструментальных переменных
2.7	Sahay, R. et al. (2015) [9]	в случае отсутствия какого-то рода данных принимался следующий подход: если данные за предыдущий период имеются - тогда недостающие данные заполняются ретроспективно.	GMM - общий метод моментов	Были исключены нижние и верхние 5% значений переменных
2.8	Čihák M., Sahay R. (2020) [28]	контроль фиксированных страновых эффектов	Метод наименьших квадратов с фиксированными эффектами Обобщенный МНК с AR(1) GMM включая лаг переменных как инструмент 2-шаговый Метод наименьших квадратов	Изменение выборки стран Изменение лет выборки Очищение от выбросов данных (нижние и верхние 5%) замена Market Gini на Gini располагаемого дохода
2.9	Мамонов М. и др. (2018) [40]		Регрессионные модели, оценивающие квадратичные зависимости экономического роста, его волатильности, уровня инфляции и частоты финансовых кризисов от развития сегментов финансового сектора	
III.	Влияние детерминантов финансового развития на социально-экономические показатели			
3.1	Torre et al. (2013) [32]	-	Метод наименьших квадратов	-

Источник: составлено авторами.

## **Глава 2. Основные методические результаты**

### **2.1 Общий замысел построения комплексной модели взаимосвязей финансового сектора**

Мы предполагаем, что методологически правильно разделять исследования взаимовлияний показателей финансового развития с показателями социально-экономического развития, с одной стороны, и взаимовлияния детерминантов финансового развития с показателями финансового развития, с другой стороны. Такое разделение позволяет:

- вычленить финансовый сектор как отдельный народнохозяйственный комплекс, выполняющий свои функции в рамках национальной социально-экономической системы;
- сформировать комплексную модель взаимосвязей между детерминантами финансового развития, параметрами финансового развития и показателями социально-экономического развития (см. рисунок 1).

В рамках данной модели мы предполагаем, что:

- детерминанты финансового развития влияют как на уровень финансового развития в целом, так и на отдельные показатели финансового развития, отражающие ту или иную сторону этого развития;
- финансовый сектор влияет на показатели социально экономического развития, при этом такое влияние намного шире и многограннее, чем изначально предполагавшееся влияние финансовой глубины на экономический рост.

Широта и многогранность влияния финансового развития на социально-экономическое развитие означает, что, во-первых, не только в целом финансовое развитие влияет на показатели социально-экономического развития, но и каждый частный показатель финансового развития, возможно, оказывает влияние на социально-экономическое развитие, и это влияние различно для различных показателей финансового развития. Во-вторых, влияние показателей финансового развития оказывается не только на экономический рост, но и на другие показатели социально-экономического развития. Изначально среди всех показателей финансового развития влияние финансов исследовалось только относительно темпов экономического роста. В последние годы также активно исследуется влияние финансового развития на волатильность экономического роста (как одной из характеристик макроэкономической стабильности) и на показатели неравенства.



Источник: составлено авторами.

Рисунок 1 – Принципиальная схема комплексной модели взаимосвязей между детерминантами финансового развития, параметрами финансового развития и параметрами социально-экономического развития

В такой постановке вопроса появляется проблема представления самого финансового сектора, как некоторого преобразователя влияния факторов финансового развития во влияние показателей финансового развития на социально-экономическое развитие.

В данном вопросе принципиально возможно реализовать два подхода.

Во-первых, получив параметры регрессионных зависимостей на двух уровнях комплексной модели (первый - взаимосвязь детерминантов финансового развития и

показателей финансового развития; второй – взаимосвязь показателей финансового развития и показателей социально-экономического развития), выразить показатели социально-экономического развития через детерминанты финансового развития. В рамках данного подхода финансовый сектор остается «черным ящиком», и выводы для государственной политики, которые могут быть получены в результате реализации такого подхода, будут касаться возможного воздействия на факторы финансового развития, не затрагивая процессов развития собственно финансового сектора.

Во-вторых, в рамках проводимых исследований можно рассматривать качественные характеристики финансового сектора, выделяя различия влияния финансового развития на социально-экономическое развитие в рамках различных моделей финансового сектора. В этом случае полученные результаты могут стать основой для формулирования выводов для государственной политики применительно как к проблемам развития финансового сектора, так и к его ключевым качественным параметрам, которые могут повлечь за собой изменение самой модели национального финансового сектора, прежде всего через изменение внутренних структурных пропорций данного сектора.

Второй подход нам представляется более интересным и более полезным с точки зрения возможных рекомендаций для государственной политики, поэтому мы уделим особое внимание именно этому подходу.

## **2.2 Описание концепции комплексной модели взаимосвязей финансового сектора**

Комплексная модель взаимосвязей финансового сектора Российской Федерации, в случае ее разработки, может стать эффективным инструментом формирования экономической политики в сфере финансового рынка, которая бы взаимно увязывала в единое целое факторы, которые определяют финансовое развитие, основные параметры финансового сектора и параметры его влияния на социально-экономическое развитие (вклада в социально-экономическое развитие).

Основные характеристики концепции комплексной модели описывают:

- типы связей (взаимосвязей), которые используются (анализируются и прогнозируются) в рамках данной модели;
- основные параметры (характеристики) российского финансового сектора, включая показатели финансового развития;
- основные показатели детерминантов финансового развития, используемых в комплексной модели;
- основные показатели социально-экономического развития Российской Федерации, используемые в комплексной модели;

- используемые статистические методы;
- методические особенности формирования представлений о характере связей финансового сектора Российской Федерации в тех случаях, когда первичных данных недостаточно.

Предполагается, что в рамках комплексной модели будут использоваться (анализироваться и прогнозироваться) два типа связей:

- между детерминантами (факторами) финансового развития и показателями финансового развития России

- между показателями финансового развития России, а также прочими параметрами (характеристиками) финансового сектора России и показателями социально-экономического развития России.

В рамках комплексной модели будут использоваться следующие характеристики (параметры) финансового сектора:

- показатели финансового развития, которые используются в регрессионных моделях (в моделях оценки связи между детерминантами финансового развития и показателями финансового развития – в качестве зависимых переменных; в моделях оценки связи между показателями финансового развития и показателями социально-экономического развития – в качестве объясняющих переменных);

- структурные характеристики финансового сектора (в первую очередь показатели финансовой структуры).

Используемые в комплексной модели показатели финансового развития:

- Индекс финансового развития (FDI);
- субиндексы Индекса финансового развития, оценивающие финансовое развитие России по разным аспектам (глубина, инклюзия, эффективность);

- первичные показатели отдельных аспектов финансового развития, в том числе показатели финансовой глубины, финансовой инклюзии, финансовой стабильности, эффективности финансовых рынков и финансовых институтов;

- показатели финансиализации (например, финансиализации богатства домохозяйств).

Описание параметров российского финансового сектора осуществляется:

- на основе реальных показателей российского финансового сектора (показателей финансового развития России и структурных характеристик финансового сектора России) – в тех ситуациях, когда эти показатели есть в наличии и длина их рядов достаточна для построения статистически значимых и/или устойчивых статистических моделей;



- на основе показателей «портрета» России, построенного на основе пересечения выборок, как минимум, двух множеств стран, каждое из которых сформировано на основе того или иного критерия, являющегося отражением специфических характеристик российской экономики или российского финансового сектора (например, преобладание банков в национальной финансовой системе; отсутствие высокоэффективных институтов защиты прав инвесторов; высокий уровень природной ренты и т.д.).

Основные показатели детерминантов финансового развития, используемых в комплексной модели:

- показатели защиты прав инвесторов и степень экономических свобод;
- показатели социокультурных факторов;
- характеристики демографических факторов и показателей развития человеческого капитала;
- показатели открытости национальной экономики (торговой, инвестиционной, финансовой);
- макроэкономические показатели и характеристики структурных факторов;
- показатели, описывающие размер государства и степень его присутствия на финансовом рынке;
- показатели природно-географических факторов и определяемая ими специализация экономики;
- показатели, отражающие качество национального финансового и инвестиционного регулирования.

Основные показатели социально-экономического развития Российской Федерации, используемые в комплексной модели:

- показатели экономической динамики (темпы роста/прироста ВВП);
- показатели макроэкономической стабильности (волатильность темпов экономического роста и др.);
- показатели неравенства доходов и богатства (индекс Джини; доля 1% (или 10%) наиболее богатых в совокупном национальном доходе; доля 1% (или 10%) наиболее богатых в совокупном национальном богатстве);
- темпы инфляции.

Используемые статистические методы – регрессионный анализ, а также все другие статистические методы, которые подходят для решения той или иной прикладной задачи выявления взаимосвязей.

### **2.3 Проблемы разработки модели на основе российских данных и использование альтернативного подхода на основе построения «портрета» России**

Одна из наиболее существенных проблем моделирования российского финансового сектора, кардинально ограничивающая его возможности, состоит в отсутствии части необходимых данных, либо недостаточной длине рядов показателей, используемых в моделировании. При этом в подавляющем большинстве показателей речь не идет о пропусках внутри ряда данных, которые можно заполнить, используя ту или иную методику заполнения пропусков (см., например, [26], [48]). В ситуации России мы имеем дело именно с «обрезкой» ряда, делающего его слишком коротким – ведь формирование российского финансового сектора произошло относительно недавно, а система сбора информации даже сегодня остается несовершенной, пропуская некоторые важные показатели (как, например, оценка стоимостного объема ценных бумаг, приобретаемого населением, включая 2020 год – см. [49]).

В такой ситуации возможной заменой модели, оценивающей ту или иную взаимосвязь на российском рынке, которую невозможно построить ввиду отсутствия данных, может стать модель, построенная на основе данных межстрановой панели, формирование которой осуществляется с максимальным учетом особенностей России (экономики и финансового рынка в первую очередь), т.е. на основе «портрета» России, составленного из данных других стран.

Особенности России, в наибольшей степени предопределяющие ее финансовое развитие и его влияние на социально-экономическое развитие, на наш взгляд, следующие:

1) Россия относится к странам со средним уровнем дохода в классификации Всемирного банка.

2) В России существует критически сильная сырьевая зависимость всех аспектов финансового развития, т.е. крайне жесткая связь финансового развития с состоянием мировых рынков сырья.

3) Россия в настоящее время характеризуется банко-ориентированностью финансовой системы.

4) Россия не может быть отнесена к странам, обладающим высоким качеством институтов защиты прав инвесторов.

В настоящее время использование в регрессионных уравнениях, оценивающих параметры финансового развития (либо как объясняющие переменные, либо как зависимые), группировок (выборок) стран по качественным признакам в основном сводится к формированию выборок в зависимости от уровня богатства (дохода) страны. В этом случае в качестве граничных значений, как правило, используются те значения,

которые устанавливает Всемирный банк в классификации стран с точки зрения уровня дохода на душу населения.

В рамках настоящей работы мы использовали выборки, построенные на основе данной классификации. Однако пробные расчеты показали, что для целей анализа взаимосвязей финансового сектора данная классификация не вполне подходит. При построении регрессионных уравнений мы сравнивали параметры этих регрессий между уравнениями, использующими выборки в зависимости от уровня дохода стран и выборки в зависимости от качества институтов защиты прав инвесторов. Уравнения по выборке стран с высоким уровнем дохода достаточно часто оказывались незначимыми, а уравнения по выборке стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов обладали более высокими характеристиками качества регрессии. Учитывая, что сами выборки, составленные по разным критериям, оказались достаточно близкими (состав стран в них совпадает более, чем на 80%), мы предполагаем, что качество институтов защиты прав инвесторов более значимо для финансового развития, чем уровень дохода. Поэтому мы отказались от использования выборок, сформированных в зависимости от уровня дохода, в пользу выборок, сформированных в зависимости от качества институтов защиты инвесторов.

При формировании «портрета России» мы использовали выборки стран, являющихся пересечением множеств двух выборок, сформированных по разным критериям. Теоретически возможно построить такую выборку стран, в которой будут сочетаться все три критерия построения выборок. Такая группа стран максимально полно охватывает все особенности, которые влияют на функционирование финансового сектора России. Но на практике такая группа стран окажется, скорее всего, слишком мала для проведения качественных регрессионных построений.

В качестве показателя природной ренты мы использовали показатель общего размера природной ренты в % к ВВП (Total natural resources rents, % of GDP), взятый из базы данных Всемирного банка «World Development Indicators» (код индикатора - NY.GDP.TOTL.RT.ZS). Существует несколько возможных вариантов «проведения границы» между странами с высокой природной рентой и прочими странами. Мы рассматривали 3 варианта проведения такой границы:

- на уровне 10% (использование отсечки на таком уровне формирует выборку стран с очень высокой долей природной ренты в ВВП, в итоге получается выборка стран с фактически маргинальными в своем большинстве национальными финансовыми секторами, малоприспособленная к использованию в регрессионных исследованиях финансового развития);

- на уровне 7,8% (среднее арифметическое для выборки всех стран, представленных в базе данных);

- на уровне 2,9% (медиана для выборки всех стран, представленных в базе данных).

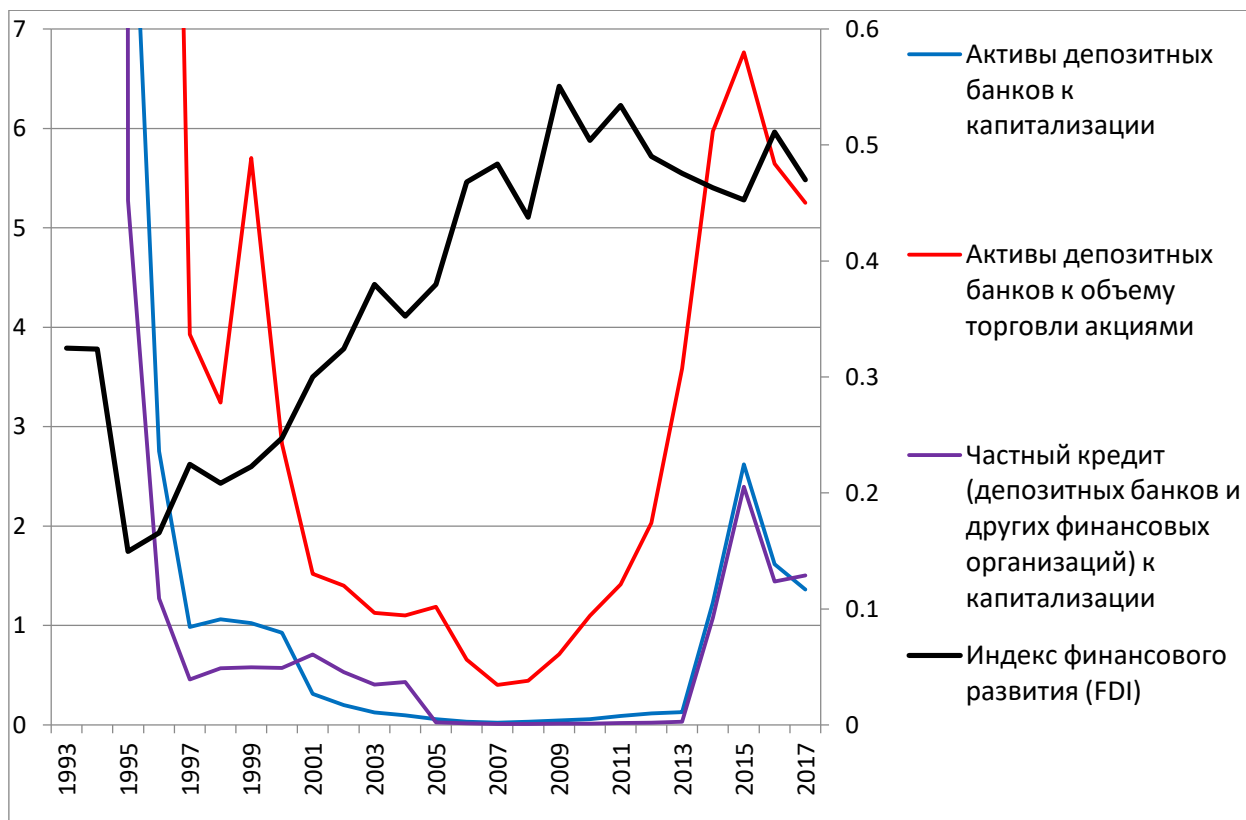
Мы использовали разделение всех стран на две выборки, исходя из границы на уровне 7,8% (среднее арифметическое по всей выборке).

Для России (доля природной ренты в ВВП по итогам 2018 года – 15,76%) выявлена исключительно высокая корреляция между природной рентой и финансовым развитием (измеренным Индексом финансового развития МВФ) – коэффициент корреляции составляет 0,745. Это означает, что не только экономика России критическим образом зависит от сырьевой составляющей, но и ее финансовая система также испытывает критически сильную сырьевую зависимость. Влияние высокой доли сырья в целом и углеводородов в частности на уровень финансового развития страны достаточно часто становилось предметом исследования, например, в работах [50] и [51].

В работе [52] группа российских ученых, анализируя финансовую структуру России и тенденции ее изменения (в частности, они построили свою версию оценки динамики российской финансовой структуры за период с 1995 года по 2017 год), пришла к выводу о растущей банко-ориентированности финансового сектора в России. При этом они отмечают, что данная тенденция не ведет к позитивным социально-экономическим последствиям: «можно утверждать, что послекризисный разворот к банко-ориентированной финансовой системе оказался позитивным для самой банковской системы, но не обнаружил видимых положительных эффектов для экономики в целом» [52, стр. 116].

Мы попытались развить этот тезис, используя возможности графического представления данных. На рисунке 2 мы совместили графики нескольких вариантов представления коэффициента финансовой структуры России с графиком значений Индекса финансового развития России.

Хорошо видно, что по мере того, как российская финансовая система становилась все более рыночно-ориентированной, рос уровень финансового развития России. Однако с момента возникновения обратной тенденции (сокращения рыночной ориентации и рост ориентации на банки), которая наблюдается после 2008 года, Индекс финансового развития России, достигнув максимума в 2009 года, прекратил рост и стабилизировался с небольшой тягой к снижению. Это свидетельствует о том, что финансовое развитие в России возможно на путях опережающего роста финансовых рынков, и иные представления, реализуемые, в том числе, в рамках проводимой государственной политики, препятствуют развитию российского финансового сектора.



Источник: составлено авторами.

Рисунок 2 - Динамика коэффициентов финансовой структуры России и Индекса финансового развития России

При выделении из глобальной выборки стран тех стран, финансовые системы которых могут быть охарактеризованы как рыночно-ориентированные, либо банк-ориентированные, мы использовали показатели структуры финансового сектора, характеризующие пропорции, которые сложились в том или ином национальном финансовом секторе между банковским и небанковским сегментами (или банковским сегментом и финансовыми рынками). Таких показателей было предложено достаточно много в экономической литературе, но мы использовали тот показатель, который используется чаще других. Это коэффициент финансовой структуры (Financial structure ratio – FSR), предложенный в работе [11], в котором характеристиками банковского и небанковского сегментов финансового сектора выступают размер банковского кредита частному сектору и стоимостной объем торговли акциями:

$$\frac{\text{Кредиты частному сектору от депозитных банков, \% ВВП}}{\text{Объем торговли на фондовом рынке, \% ВВП}} \quad (1)$$

Мы предполагаем, что страны с преобладанием в финансовой системе финансовых рынков имеют значение коэффициента финансовой структуры 3 или менее. Для расчета

данного значения, выступающего в качестве граничного при разделении стран на группы, использовалось среднее значение (с округлением), рассчитанное на основе последних 10 имеющихся значений в базе данных Financial Development and Structure Dataset.

Вопрос о качестве институтов защиты прав инвесторов заставил сформировать специальную методику его оценки, основанную на подходах конкурирующих концепций детерминантов финансового развития, поэтому данному вопросу посвящен отдельный пункт настоящей работы (см. пункт 2.4).

При построении «портрета» России на основе межстрановых выборок мы исходили из того, что Россия относится к категории стран, не обладающих институтами защиты прав инвесторов высокого качества; и к странам с высокой природной рентой. Мы хотели учитывать при построении выборок также тот факт, что Россия является страной с банко-ориентированным финансовым сектором, но это невозможно ввиду наличия препятствий для одновременного использования показателей финансовой структуры и доли природной ренты в качестве критериев построения выборок. В получающейся выборке (являющейся пересечением множества стран с банко-ориентированным финансовым сектором со множеством стран с высокой долей природной ренты) оказывается слишком мало стран (13 стран с ненулевыми рядами зависимых и независимых переменных) и, соответственно, наблюдений, для того, чтобы получить высокое качество регрессионных уравнений.

Так как основной базой данных для проведения межстрановых исследований в области финансового развития является база данных Всемирного банка «Глобальная база данных финансового развития» (GFDD), то при проектировании выборок мы ориентировались на количество стран, данные о финансовом развитии которых представлены в этой базе данных. В последней версии данной базы данных представлены данные о финансовом развитии 183 стран (из 214 стран и территорий, по которым Всемирный банк собирает информацию). Проанализировав показатели каждой страны (кроме показателей, включенных в базу данных, мы также анализировали показатели, которые применяли в качестве критериев при выделении групп стран с эффективными институтами защиты прав инвесторов и стран с высоким уровнем природной ренты), мы выделили следующие выборки стран:

- страны с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов – 36 стран;
- прочие страны (страны без учета стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов) – 147 стран;
- страны с банко-ориентированным финансовым сектором – 33 страны;
- страны с рыночно-ориентированным финансовым сектором – 150 стран;

- страны, не обладающие высоким качеством институтов защиты прав инвесторов, и одновременно характеризующиеся преобладанием банков в финансовой системе – 16 стран;

- страны с высоким уровнем природной ренты (выше 7,8% ВВП) – 57 стран;

- страны, не обладающие высоким качеством институтов защиты прав инвесторов, и одновременно имеющие высокий уровень природной ренты (выше 7,8% ВВП) – 53 страны;

- страны с банко-ориентированной финансовой системой и высокой природной рентой (выше 7,8% ВВП) – 5 стран.

Из приведенных выше цифр обращают внимание две интересные закономерности. Во-первых, списки стран с отсутствием хороших институтов прав защиты собственности и списки стран с высоким уровнем природной ренты имеют очень большое пересечение. Это представляется достаточно логичным, так как наличие устойчивого источника ресурсов в виде природной ренты объективно сильно снижает потребность в привлечении инвестиций и, соответственно, в формировании высокоэффективных институтов защиты прав инвесторов. Существует всего два исключения из этого правила, когда страна с высоким уровнем природной ренты обладает высококачественными институтами защиты прав инвесторов – Норвегия и Перу. Во-вторых, крайне мало число случаев, когда при наличии высокого уровня природной ренты страна обладает банко-ориентированной финансовой системой. Так как в эти маргинальные случаи попадает и Россия, рассмотрим данный феномен подробнее (кроме России, в данную группу стран также попадают Кувейт, Саудовская Аравия, Катар и Малайзия).

Эмпирические и, отчасти, теоретические работы довольно единодушны в части вывода о том, что сырьевая зависимость в большей степени угнетающе действует на банковский сегмент, чем на финансовые рынки (т.е. она в целом плохо влияет на финансовый сектор, но на банки влияет хуже, чем на рынки). Об этом свидетельствуют как работы Янгфу Хуанга [53], [54], в определенной мере основоположника данного направления исследований, так и более поздние работы иностранных (см. [50], [55]) и российских ученых [41]. При этом часть исследователей считает, что развитые институты могут снижать негативное воздействие высокой природной ренты на финансовое развитие в целом и на развитие банковского сектора [53], [55].

В этом плане Россия в определенной мере является исключением из общего правила. Преобладание банков в финансовой системе России было характерно для периодов 1993 – 1999 гг. и с 2013 г. по настоящее время, что в значительной мере совпадает с отрицательными и относительно низкими темпами экономического роста. В

работе [56] было показано, что финансовая структура России имеет значимое влияние на темпы экономического роста, соответствующее описанному выше (банко-ориентированность финансовой системы тормозит экономическое развитие России). Поэтому необходимо сделать вывод о том, что преобладание банков в финансовой системе России – исторически сложившаяся нелепость, устранение которой позволит повысить как уровень финансового развития, так и экономическую динамику.

Исходя из перечисленных особенностей, мы строили «портрет» России, основанный на пересечении множества стран с высокой природной рентой и множества стран, не обладающих высококачественными институтами защиты прав инвесторов.

#### **2.4. Методика формирования выборок стран по признаку качества институтов защиты инвесторов**

Для формирования выборок стран в зависимости от качества институтов защиты инвесторов нам пришлось самостоятельно сконструировать показатели для выбора граничных значений. Применительно к задачам исследования финансового сектора очевидно, что корректное разделение стран в зависимости от преобладающих в них моделей капитализма, предопределяющих то или иное качество институтов защиты инвесторов, должно затрагивать вопросы, наиболее влиятельные для финансового развития. Поэтому мы использовали подход, сформированный в ряде работ Рагхурама Раджана и Луиджи Зингалеса (в первую очередь, в работе [30]), которыми они конституировали концепцию «политическая система и финансы».

Рассматривая финансовое развитие с политэкономической точки зрения, Раджан и Зингалес и их последователи противопоставили два типа политической системы капитализма: конкурентный (демократический) капитализм («капитализм открытых рынков»; «открытую экономику»), с одной стороны, и «капитализм связей» (“arm’s-length” systems, relationship capitalism), или «кумовской» капитализм (crony capitalism), с другой стороны. Эти два типа политической системы в значительной мере предопределяют динамику и характер финансового развития:

- при конкурентном капитализме характерно опережающее количественное и качественное развитие финансового сектора;
- при «капитализме связей» более вероятно наблюдать стагнацию финансового сектора и/или подавление финансового развития.

К сожалению, сами авторы концепции используют довольно много характеристик для каждой из выделенных ими моделей капитализма, и в настоящее время их последователи используют разные описания, часть из которых приведены выше.



Мы обратили внимание, что описание той модели капитализма, который описывается как конкурентный, капитализм открытых рынков и т.д., непосредственно затрагивает проблематику институтов, обеспечивающих защиту прав инвесторов. Инвесторы являются важнейшими участниками любого финансового рынка, и качество институтов, обеспечивающих их защиту, в значительной мере предопределяет направление и интенсивность национального финансового развития. Поэтому мы использовали в настоящем исследовании разбиение всей выборки стран на выборку стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов и на выборку стран с прочими моделями. При этом мы не считаем точным именовать прочие модели капитализма как модели с плохими институтами защиты прав инвесторов. Безусловно, это отчасти соответствует действительности для отдельных стран, но в отношении других стран может оказаться просто недостаточно информации для того, чтобы характеризовать национальные институты защиты инвесторов как плохие или низкого качества. Предложенное разбиение исходит из нашей гипотезы о том, что должно наблюдаться различное влияние детерминантов финансового развития на финансовый сектор в модели капитализма с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов и в иных моделях. Эта гипотеза основана на описании модели конкурентного капитализма, данной Рагхурамом Раджаном и Луиджи Зингалесом в работе [30]. В соответствии с их представлениями, в модели конкурентного капитализма спрос на финансовые услуги, особенно на формальном (официальном) сегменте этих услуг намного выше, чем в альтернативной модели «капитализма связей». Соответственно, спрос на финансовые услуги в значительной мере зависит от качества существующих национальных институтов защиты инвесторов, так как в рамках модели капитализма связей не формируется должный спрос на такие институты.

Формулируя критерий в виде качества защиты прав инвесторов, мы максимально близко подходим к другой конкурирующей концепции, описывающей детерминанты финансового развития, - концепции «право и финансы», которая была сформулирована в работах Рафаэля Ла Порты, Флоренцио Лопеза-де-Силанеза, Андрея Шлейфера и Роберта Вишны конца 1990-х годов [29], [57]. При этом максимального сближения с концепцией «политическая система и финансы» данная концепция достигла в работе Ла Порты, Лопеза-де-Силанеза и Шлейфера 2006 года [58], в которой авторы получили значимые результаты о влиянии различных аспектов института защиты инвесторов на развитие фондовых рынков.

Они пришли к выводу, что инструменты правоприменения в целом слабо влияют на развитие фондового рынка. Больше всего развитие фондового рынка связано с

требованиями к раскрытию информации и низкими издержками инвесторов в возмещении ущерба, причиненного по вине эмитентов, дистрибьюторов ценных бумаг или аудиторов. Этот вывод показывает, что концепция «право и финансы» в значительной мере развилась в концепцию, предполагающую, что важнейшим детерминантом финансового развития является защита прав инвесторов. Самым эффективным инструментом защиты инвесторов остаются требования по раскрытию информации.

Ценность концепции в ее новом виде для целей оценки важности тех или иных детерминантов финансового развития состоит в том, что авторы предлагают целый комплекс показателей, оценивающих эффективность национальных систем защиты прав инвесторов. Вместе с тем необходимо отметить, что в предложенных оценках, почти все из которых строятся по принципу рейтингов, достаточно много субъективизма, связанного с изначально определенной авторами шкалой ценности тех или иных инструментов защиты инвесторов.

Мы ориентируемся в основном на работы Раджана и Зингалеса, частично учитывая результаты работы Ла Порты, Лопеза-де-Силанеза и Шлейфера 2006 года, по четырем основным причинам.

Первая. Авторы концепции «политическая система и финансы» фактически встроили концепцию «право и финансы» в свою концепцию в качестве одного из трех столпов. Они указывают, что соблюдение государством прав собственности – лишь первое условие для развития финансовых рынков. Второе условие – «укрощение алчного государства», превращение его в институт, отражающий интересы не ограниченного числа групп интересов, а всего общества, и, следовательно, поддерживающий конкуренцию и эффективное функционирование рынков. Третье условие – открытость рынков, которая защищает конкурентное государство, препятствуя покровительству компаниям, дружественным чиновникам [30].

Вторая. Концепция «право и финансы», в период своего становления особое внимание уделявшая различиям в национальных системах права, впоследствии все большее внимание уделяет уровню защиты прав инвесторов вне столь же явной, как и ранее, связи с характеристиками функционирующей в той или иной стране системы права. Тезис о наибольшей эффективности системы общего права среди всех систем права остается незыблемым постулатом в работах авторов концепции «право и финансы», но он постепенно отходит на второй план.

Третья. Концепция «политическая система и финансы» вписана в контекст более широких по тематике исследований, в которых анализируются причины успешности

развития стран<sup>1</sup>, при этом в отдельных работах привлекаются к анализу показатели финансового развития<sup>2</sup>.

Четвертая. Вывод о ценности эффективной системы раскрытия информации, сделанный в работе [30], актуален, по крайней мере, для развитых экономик, в которых достаточно много предприятий малой и средней капитализации, акции которых обращаются на организованном рынке, а судебная система весьма эффективна. Но распространение этого вывода на все страны, включая те, которые имеют слабую судебную систему, коррумпированное государство, и, как следствие, узкий фондовый рынок, - как минимум, спорно. Концепция «политическая система и финансы», на наш взгляд, более полно учитывает эти особенности развивающихся рынков.

Схождение двух ранее конкурирующих концепций фактически в одну точку (защита прав инвесторов) очевидным образом предопределяет ту качественную характеристику, которая может быть положена в основу критерия разделения национальных экономических систем для целей проведения исследования влияний между показателями финансового развития и его детерминантами, а также между показателями финансового развития и социально-экономического развития.

В связи с этим встает методический вопрос о том, как корректно выбрать страны с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов. На наш взгляд, стихийный подход к этому вопросу (выбрать те страны, которые считаются странами с высококонкурентной экономикой или с высоким качеством работы судебной системы, или с той или иной системой права) неправилен, здесь требуется разумная формализация. Сложности данной проблеме придает тот факт, что Раджан и Зингалес, предложившие описание конкурентной модели капитализма в рамках своей концепции «политическая система и финансы», не сформулировали предложений касательно критериев выбора стран с такими системами на практике<sup>3</sup>. Но в их работах содержатся отсылки как к нормам финансового регулирования, в значительной мере конституирующих институты защиты прав инвесторов, так и к социокультурным институтам (и в этой части очевидна ведущая роль Л.Зингалеса, как специалиста в данной области), в значительной мере предопределяющим возможности контроля общества над государством, включая

---

<sup>1</sup> Весьма близкой к концепции «политическая система и финансы», на наш взгляд, является междисциплинарная концепция «режимов доступа» (концепция социальных порядков) Норта-Уоллиса-Вайнгаста. К концепции «политическая система и финансы» достаточно близка концепция инклюзивного роста (или инклюзивной экономики), сформулированная Всемирным банком после кризиса 2007 – 2009 г. и получившая развитие со стороны других международных финансовых организаций.

<sup>2</sup> Так, в работе [59] было показано, что страны с кэптивными политическими институтами сильнее страдают от финансовой нестабильности.

<sup>3</sup> Отсутствуют критерии определения стран различных категорий также и в концепции «режимов доступа».

стремление к конкурентности, неприятие коррупции и иных форм политического фаворитизма.

Поэтому мы применили следующие критерии деления стран на две группы с точки зрения качества институтов защиты инвесторов:

1) Три показателя Хофстеде, характеризующие социально-культурные характеристики наций: PDI (“Power Distance” - «Дистанция власти»); IDV (“Individualism” - «Индивидуализм»); IVR (“Indulgence” - «Допустимость» или «Терпимость»).

2) Показатели защиты инвесторов: основной Индекс защиты интересов миноритарных акционеров и Индекс силы защиты инвесторов

Мы считаем, что страна относится к группе стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов, если:

- во-первых, социально-культурные характеристики данной страны, по крайней мере, удовлетворяют двум условиям из трех: PDI меньше 70; IDV больше 45; IVR больше 40;

- во-вторых, показатели защиты инвесторов удовлетворяют двум условиям: Индекс защиты интересов миноритарных акционеров больше или равен 3,7; Индекс силы защиты инвесторов больше или равен 4,0.

Предельные значения критериев должны быть как-то объяснены. В данном вопросе мы не нашли каких-либо научных работ, которые бы обосновывали выбор предельных значений критериев для отбора стран исходя из оценки качества институтов защиты прав инвесторов. Поэтому предложили свой метод отбора граничных значений.

По показателям Хофстеде мы рассчитали средние значения показателей по имеющейся выборке стран и групп стран (для такого расчета использовались только те страны, которые имели оценки по всем 6 показателям Хофстеде). Были получены следующие средние арифметические значения данных показателей (см. таблицу 2), но в итоге мы несколько скорректировали использованные в дальнейшем отборе граничные значения (по двум показателям из трех), незначительно расширив подмножество стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов.

Таблица 2 – Средние значения показателей Хофстеде и выбранные нами граничные значения трех показателей

Показатель	pdi	idv	mas	uai	ltowvs	ivr
Среднее значение	59	45	49	67	48	48
Выбранное граничное значение	менее 70	более 40	-	-	-	более 40

Источник: рассчитано авторами на основе данных <http://www.geerthofstede.nl/>

Такая корректировка была необходима, на наш взгляд, по трем причинам:

- в выборку стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов, сделанную на основе арифметических средних, не попали несколько стран, понимаемых в мире как страны с достаточно высоким уровнем защиты инвесторов (например, Польша), а с учетом корректировки в выборку стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов были включены почти все страны, которые признаются таковыми;

- без такой корректировки выборка стран с высоким качеством институтов защиты прав инвесторов оказывалась недостаточно крупной для того, чтобы проводить в ее рамках регрессионный анализ с требуемой степенью устойчивости выявляемых связей;

- нам показалось нелогичным, что при использовании средних ( $PDI = 58,3$  и  $IVR = 47,7$ ) «три из трех» не набирают такие явно конкурентные экономики, как Германия ( $IVR = 40$ ), Япония ( $IVR = 42$ ), Франция ( $PDI = 68$ ), Бельгия ( $PDI = 65$ ).

Аналогичный подход был применен к показателям защиты инвесторов: выбранные граничные показатели немного меньше, чем средние значения соответствующих показателей по всем оцениваемым странам. Для приведения к одному моменту времени показатели защиты инвесторов были взяты за период 2014 – 2016 гг. (использованы трехлетние средние), учитывая, что последние имеющиеся данные по социокультурным метрикам Хофстеде относятся к 2015 году.

## Глава 3. Основные эмпирические результаты

### 3.1 Апробация «портрета» России для оценки результативности подхода

Для оценки результативности подхода, предполагающего формирование «портрета» России, т.е. выборки, являющейся пересечением множества стран с институтами защиты инвесторов, не отличающихся высоким качеством, со множеством стран с высокой долей природной ренты, мы провели сравнение параметров регрессионных уравнений, построенных на основе «портрета» России и на основе реальных российских данных.

Такое сравнение было проведено для оценок влияния детерминантов финансового развития на Индекс финансового развития и для оценок влияния субиндексов индексов финансового развития на динамику ВВП на душу населения.

Взаимосвязь детерминантов финансового развития и Индекса финансового развития оценивалась с использованием следующих переменных.

Зависимая переменная: FDI (Индекс финансового развития).

Независимые переменные:

EDUC – уровень образования;

LENDRATE - процентная ставка по кредитам;

NFDIR – коэффициент инвестиционной открытости страны;

SUMEX - коэффициент торговой открытости экономики;

TAX - доля налогов в ВВП, в %;

DEBT – соотношение государственного долга и ВВП, в %;

CRISIS - бинарная переменная кризиса с единицей в 2009 году.

Каждая из переменных была продифференцирована.

Результаты расчета уравнения связи детерминантов финансового развития и Индекса финансового развития представлены в таблице 3.

Данный пример хорошо иллюстрирует ограниченность возможностей построения регрессий на основе реальных российских данных. При включении всех переменных в уравнение для России не оказалось ни одной значимой переменной и само уравнение незначимо. Только путем последовательного исключения наиболее незначимой переменной в каждой итерации удалось достичь 10% значимости уравнения. В ходе этих итераций были исключены коэффициент инвестиционной открытости, доля налогов в ВВП и отношение государственного долга к ВВП, но одновременно удлинился временной диапазон до промежутка 1999–2018 гг. Для избавления от гетероскедастичности был

выбран метод Уайта (при обычном методе уравнение не становится значимым даже при итерационном избавлении от наиболее незначимых переменных).

Таблица 3 – Параметры регрессии влияния наиболее значимых детерминантов финансового развития на Индекс финансового развития

	«Портрет» России			Российские данные	
	Все переменные	Исключен DEBT	Исключены DEBT и NFDIR	Все переменные	Исключены NFDIR, TAX, DEBT
C	0.002*	0.003***	0.003***	0.013	0.007
D(EDUC)	-0.220	-0.107	-0.083	-2.679	-0.827
D(LENDRATE)	0.000	-0.000***	-0.000***	-0.002	-0.003**
D(NFDIR)	0.002***	0.000		0.000	
D(SUMEX)	0.000	0.000	0.000**	-0.005	0.003
D(TAX)	0.000	-0.001	-0.001*	-0.005	
D(DEBT)	0.000			0.000	
CRISIS	-0.001	-0.005***	-0.005***	-0.052	0.007
AR(1)	-0.398***	-0.115**	-0.138***	-0.546	-0.476*
R <sup>2</sup>	0.329	0.059	0.055	0.432	0.312
F-stat	3.366***	2.022*	2.355**	0.666	1.272*
Период	1992 2017	1992 2018	1992 2018	2001 2016	1999 2018
К-во стран	10	24	24	1	1
К-во набл-й	64	232	250	16	20

Примечания:

1 Обозначения: \* - 10% уровень значимости; \*\* - 5% уровень значимости; \*\*\* - 1% уровень значимости.

2 Составлено авторами.

Единственной значимой (отрицательно значимой на 5% уровне значимости) переменной оказалась процентная ставка.

На основе выборки стран, которая включала страны с низким качеством институтов и с высокой природной рентой (выше 7,8% ВВП) были получены более значимые результаты. Первоначально выборка состояла из 53 стран, но потом сузилась в связи с недостатком данных (до 10 стран в спецификации со всеми независимыми переменными; затем расширилась до 24 стран при удалении переменной государственного долга). Линейная регрессия проводилась с учетом фиксированных межстрановых эффектов, с методом межсекторной ковариации Уайта для избавления от

гетероскедастичности остатков и с использованием авторегрессионного процесса первого порядка.

При использовании всех переменных в уравнении оказывается значима только одна переменная – коэффициент инвестиционной открытости с положительным знаком и значимостью на уровне 1%. При удалении переменной долга значимыми становятся переменные процентной ставки и переменная кризиса отрицательно на 1%-уровне значимости, при этом наименее значимой переменной становится коэффициент инвестиционной открытости. При удалении коэффициента инвестиционной открытости количество стран не изменяется, но улучшается качество уравнения с 10% до 5% значимости. Одновременно увеличивается количество значимых переменных – становятся положительно значимым коэффициент торговой открытости на 5% уровне значимости и переменная налогового бремени отрицательно на 10% уровне значимости. Знак и значимость переменных процентной ставки и кризиса не изменяются.

Сравнивая варианты регрессионных уравнений, построенных на основе российских данных и на основе «портрета» России, следует отметить:

- совпадает вывод об отрицательном влиянии на финансовое развитие переменной процентной ставки (при этом в 2 спецификациях из 3 «портрета» России выросла значимость данного влияния);

- при переходе к «портрету» выросло число значимых переменных от 1 до 3 (добавились переменные торговой открытости – с положительным влиянием на финансовое развитие и переменная налогов – с отрицательным влиянием на финансовое развитие), не считая дамми-переменную кризиса.

Взаимосвязь показателей финансового развития и динамики ВВП на душу населения использовались следующие переменные.

Зависимая переменная: GDP\_per\_capita – динамика ВВП на душу населения, изменение к предыдущему году.

Независимые переменные:

1) Субиндексы Индекса финансового развития:

- FID – глубина финансовых институтов;
- FIA – доступность финансовых институтов;
- FIE – эффективность финансовых институтов;
- FMD – глубина финансовых рынков;
- FMA – доступность финансовых рынков;
- FME – эффективность финансовых рынков.

2) Первичные показатели, используемые для расчета субиндексов:



- Net\_margin – доходность банковского сектора, оцененная показателем чистой процентной маржи (bank net interest margin);

- Stock\_cap – капитализация рынка акций (% ВВП), первичный показатель финансовой глубины;

- Cap\_ex\_top10 – рыночная капитализация, рассчитанная как национальная капитализация минус капитализация 10 крупнейших компаний, первичный показатель доступности финансовых рынков;

3) Crisis – dummy-переменная, принимает значение 1 в 2009 году.

4) AR(1) – коэффициент автокорреляции.

Каждая из переменных была продифференцирована.

На определенном этапе стало понятно, что использование в качестве объясняющих переменных только субиндексов Индекса финансового развития для всех выборок, кроме общей выборки стран, неэффективно – по ряду аспектов финансового развития первичные характеристики этих аспектов оказываются полезнее субиндексов в качестве объясняющих переменных. Поэтому в более результативных уравнениях мы исключили «неработающие» субиндексы, заменив их первичными показателями

Результаты уравнения регрессии между показателями финансового развития и динамикой ВВП на душу населения на основании российских данных и на основании «портрета» России представлены в таблице 4.

Как видно из таблицы 4, в одной из двух моделей, построенных на основе российских данных, значимыми оказались только переменные кризиса и авторегрессии, при этом само уравнение незначимо. Во втором уравнении добавилась значимая переменная, отражающая эффективность финансовых институтов, но только на 10% уровне значимости. Очевидно, что такие результаты по российским данным прямо связаны с малым количеством данных.

В этой ситуации единственной возможностью оценить возможное влияние тех или иных аспектов финансового развития на экономический рост можно только, используя выборку стран с наиболее близкими к России характеристиками экономики и финансового сектора. В рамках этой выборки вариант с использованием только субиндексов Индекса финансового развития также не показал значимых результатов (при значимости самого уравнения и тривиальной значимости переменные кризиса и авторегрессии). Но в спецификации, использовавшей как часть субиндексов Индекса финансового развития, так и первичные показатели финансового развития, замещающие остальные субиндексы, были получены более содержательные результаты. Значимое положительное влияние на экономическую динамику демонстрируют субиндекс

доступности финансовых институтов и показатель капитализации, а значимое отрицательное влияние – субиндекс глубины финансовых институтов. Мы можем предположить, что в России могут выполняться те же закономерности.

Таблица 4 - Параметры регрессии взаимосвязи показателей финансового развития и динамики ВВП на душу населения

	Все страны	«Портрет» России		Россия	
		Вар-т 1	Вар-т 2	Вар-т 1	Вар-т 2
C	2.29***	1.49***	1.83***	3.06	3.36
D(FIA)	7.21***	-2.30	43.46***	24.32	19.21
D(FID)	-8.60***	-11.11	-46.41***	1.77	-3.39
D(FIE)	0.78	1.25	-	-1.15	-
D(FMA)	-0.05	-1.37	-	8.41	-
D(FMD)	0.40	-3.65	-	4.14	-
D(FME)	1.50***	2.84	0.84	2.29	-0.44
D(NET_MARGIN)	-	-	-0.23	-	0.72*
D(STOCK_CAP)	-	-	0.07**	-	0.05
D(CAP_EX_TOP10)	-	-	-0.01	-	-
CRISIS	-4.48***	-3.95***	-1.48	-12.40**	-12.18***
AR(1)	0.44***	0.45***	0.47***	0.64***	0.61*
R-squared	25%	24%	46%	0.65	72%
F-statistic	122.66***	17.93***	5.61***	3.71	4.31**
Период	1982-2018	1982-2018	2000-2017	1994-2018	1998-2017
Стран в выборке	85	14	9	1	1
Кол-во набл-ний	2927	457	62	25	20

Примечания.

1 Обозначения: \* - 10% уровень значимости; \*\* - 5% уровень значимости; \*\*\* - 1% уровень значимости.

2 Составлено авторами.

Следует также отметить, что на выборке стран, похожих на Россию, в отличие от выборки всех стран, не отмечается значимого положительного влияния на экономическую динамику со стороны субиндекса эффективности финансовых рынков.

Проведенные апробации показали, что использование «портрета» России может быть эффективным способом выявления возможных влияний финансового сектора на экономическую динамику в условиях недостаточности реальных российских данных.

### 3.2 Финансовая структура и ее влияние на волатильность экономического роста

Для России вопрос о влиянии финансового развития на стабильность, устойчивость экономического роста представляется особенно актуальным. Как было показано выше, изменения финансовой структуры в России в течение последнего десятилетия совпадали с экономической стагнацией. Это вполне соответствует сложившимся представлениям о роли финансовой структуры в экономическом развитии.

В работе [56] в качестве рекомендации для политики в области финансового сектора был сформулирован тезис о необходимости опережающего развития финансовых рынков и небанковского финансового сектора по сравнению с банковским сектором. Данный тезис был основан на следующих обстоятельствах:

- показатели емкости банковского сектора в России приближаются к нижней границе диапазона, где находится точка перегиба, после которой дальнейшее экстенсивное развитие банковского сектора будет снижать темпы экономического развития;
- для банковского сегмента характерен повышенный уровень системных рисков, а небанковскому финансовому сектору присущи устойчивость к внешним шокам и содействие уменьшению системных рисков;
- опережающее развитие финансовых рынков и небанковского финансового сектора способствует сокращению неравенства доходов населения.

Показатели финансовой структуры значительно отличаются от других показателей финансового сектора в плане их влияния на показатель ВВП на душу населения, который чаще других макроэкономических параметров использовался в качестве объясняемой переменной при эмпирических исследованиях. Начиная с работы Левайна 2002 г. (в которой сам автор назвал полученный результат разочарывающим [60]) исследователи фиксировали отсутствие значимого влияния финансовой структуры на экономический рост для больших выборок стран.

Применительно к влиянию финансовой структуры на экономический рост был сформулирован более гибкий и более интересный результат. В определенной мере результирующим выводом о влиянии финансовой структуры на экономическую динамику стал вывод о том, что максимизация темпов экономического роста достигается при наличии адекватного («ожидаемого») уровня показателей финансовой структуры. Соответственно, в случае отклонения фактической финансовой структуры экономики от ее ожидаемого (исходя из конкретных национальных условий) уровня наблюдается

сокращение темпов экономического роста [11]. Это свидетельствует о том, что структурные характеристики финансового сектора (в частности, сочетание банков и рынков), а не только уровень развития финансовой системы в целом, важны для экономического развития.

Теоретическое обоснование наличия ожидаемой (для каждой национальной экономики) финансовой структуры опирается на тезис о том, что последняя зависит от стадии экономического развития. Экономика на каждой стадии своего развития имеет заданную структуру факторов производства, предопределяющую оптимальную производственную структуру на данном этапе экономического развития. Только тогда, когда характеристики финансовой структуры соответствуют характеристикам производственной структуры экономики, финансовая система может эффективно выполнять свои основополагающие функции и вносить вклад в устойчивое и инклюзивное экономическое развитие [61].

Среди различных аспектов влияния финансовой структуры на параметры социально-экономического развития, на наш взгляд, особенно значимы те свойства национального финансового сектора, которые предопределяют трансляцию и/или смягчение (абсорбцию) внешних шоков. Воздействие внешних шоков на национальную экономику на макроуровне проявляется прежде всего в волатильности важнейших макроэкономических показателей.

Опираясь на результаты предшествующих работ, можно сказать, что влияние финансовой структуры на макроэкономическую волатильность неоднозначно. Однако, принимая во внимание меньшую глубину спадов, более редкие случаи возникновения рецессий и более высокую скорость выхода из них в странах с рыночно ориентированным финансовым сектором (такие результаты были получены в работах [24], [62], [63]), а также ослабление волатильности экономики по мере развития рынка капитала (такие результаты были получены в работах [62], [64]), была сформулирована гипотеза о том, что в экономиках с рыночно-ориентированным финансовым сектором макроэкономическая волатильность ниже [65], [66].

В работе [65] были получены интересные результаты, которые свидетельствуют о наличии (в рамках 2-х из 6 вариаций построенных регрессионных уравнений) влияния показателей финансовой структуры на волатильность экономического роста (на 10%-ном доверительном интервале). В обоих случаях это влияние положительное, т.е. банковский сектор усиливает волатильность экономической динамики, а небанковский финансовый сектор, включая финансовые рынки, - снижает ее.

Вместе с тем в рамках данных моделей более значимое (по сравнению с показателями финансовой структуры) влияние на волатильность экономического роста оказывают волатильность условий торговли (положительное влияние во всех модификациях обоих уравнений на 1%-ном доверительном интервале) и инвестиционная открытость (положительное влияние во всех модификациях первого уравнения на 1%-ном доверительном интервале). Кроме того, в 5 модификациях из 6 значимое влияние на волатильность экономического роста показывает уровень финансового развития, оцененный показателем финансовой глубины, при этом в 4-х случаях он демонстрирует положительное влияние (в 3-х модификациях – на 5%-ном доверительном интервале и в одной модификации – на 1%-ном) [66].

На основе данного задела мы разделили показатели финансовой структуры на составные части (каждая из которых характеризует емкость либо банковского сектора, либо финансового рынка) с тем, чтобы повысить качество получаемых результатов.

Составить адекватное уравнение, которое бы корректно показывало влияние отдельных показателей финансового развития и некоторых детерминантов финансового развития на волатильность экономического роста оказалось крайне сложно. Нам не удалось соединить все объясняющие переменные в одном уравнении, что абсолютно естественно, так как часть из них отчасти дублируют друг друга по смыслу. Но в двух случаях нам удалось получить достаточно интересные результаты, которые приводятся ниже.

Отдельная достаточно сложная проблема с выбором показателя, описывающим волатильность темпов экономического роста. Различные исследователи при построении регрессионных уравнений, в которых зависимой переменной выступала та или иная переменная, характеризующая волатильность роста, использовали самые разные варианты. Перебрав множество спецификаций уравнений, мы остановились на показателе 5-летнего скользящего стандартного отклонения относительного прироста ВВП на душу населения.

Были построены следующие регрессионные уравнения.

Зависимая переменная:  $GDPCAP\_STDEV\_MA\_DIF$  – 5-летнее скользящее стандартное отклонение относительного прироста ВВП на душу населения – используется в обоих уравнениях.

Независимые переменные:

$CREDIT\_MCAP\_MA$  – отношение 5-летнего скользящего среднего значения объема выданных кредитов (в %ВВП) к 5-летнему скользящему среднему значения объема капитализации (в %ВВП) – используется в уравнении 1;

BANK\_NONBANK – отношение объема банковских активов (в %ВВП) к объему небанковских активов (в %ВВП) – в уравнении 2;

EXPORT\_IMPORT\_MA – отношение 5-летнего скользящего среднего значения доли экспорта в ВВП к 5-летнему скользящему среднему значению доли импорта в ВВП используется в уравнении 1;

EXPORT\_IMPORT – отношение доли экспорта в ВВП к доле импорту в ВВП - в уравнении 2;

FDI\_MA – 5-летнее скользящее среднее прямых иностранных инвестиций – в уравнении 1;

GDP\_CAP\_LOG – логарифм ВВП на душу населения в уравнении 2;

CRISIS\_2 – бинарная переменная кризиса –2009 год, в обоих уравнениях;

AR(1) – переменная авторегрессии первого порядка, в обоих уравнениях.

Уравнения включали в себя фиксированные эффекты между странами.

Результаты регрессии по обоим уравнениям представлены в таблице 5.

Таблица 5 - Параметры зависимости 5-летнего скользящего стандартного отклонения относительного прироста ВВП на душу населения от объясняющих переменных

	Уравнение 1	Уравнение 2
C	0.033428*	0.296587***
CREDIT_MCAP_MA	0.000489**	
EXPORT_IMPORT_MA	0.038837**	
FDI_MA	-0.000191	
BANK_NONBANK		0.000409**
EXPORT_IMPORT		0.016980
GDP_CAP_LOG		-0.023211***
CRISIS_2	0.015875***	0.013657***
AR(1)	0.796379***	0.809375***
R-квадрат	0.68	0.70
F-статистика	312***	251***
Количество наблюдений	732	537
Количество стран	58	51

Примечания.

1 Обозначения: \* - 10% уровень значимости; \*\* - 5% уровень значимости; \*\*\* - 1% уровень значимости.

2 Составлено авторами.

В данных уравнениях мы получили интересные характеристики влияния структуры финансового сектора на волатильность экономического роста. В первом уравнении на величину колебаний темпов экономического роста положительно (на 5-процентном доверительном интервале) влияют соотношение кредитов и капитализации, а также соотношение экспорта и импорта. Оба этих воздействия абсолютно логичны.

Положительное влияние показателя финансовой структуры соответствует результатам ранее проведенных исследований и говорит о том, что преобладание банковского сектора способствует волатильности экономического роста, а преобладание финансовых рынков сокращает эту волатильность.

Положительное влияние соотношения экспорта и импорта также имеет простое логическое объяснение. Высокий уровень экспорта предопределяет зависимость как выпуска, так и многих других финансовых (курс национальной валюты, курс ценных бумаг) и экономических (бюджетные поступления, состояние текущего счета) параметров от состояния мировых рынков, в случае ряда стран с высокой долей сырья в экспорте, в том числе России – рынков сырья, которые обладают высокой волатильностью. Эта волатильность переносится (транслируется) в волатильность экономической динамики.

Необходимо отметить, что банковский сектор и фондовый рынок по-разному воздействуют на эту волатильность. Банковский сектор ее усиливает, сокращая кредитование в период падения внешних товарных рынков. Развитый рынок акций, напротив, поглощает внешние шоки, блокирует внешнюю волатильность, в том числе за счет того, что предоставляет возможность отечественным предприятиям привлекать капитал, что особенно важно в период кризиса, когда резко возрастает дефицит финансовых ресурсов, особенно длинных денег.

Импорт либо не способен сократить импортируемую волатильность, либо даже ее усиливает, по крайней мере, в сырьевых странах. В периоды роста мировых рынков экспорт, как правило, растет быстрее импорта, соответственно, быстро растет и экономика. Потом мировые рынки прекращают рост, соответственно, прекращается рост экспорта, но импорт еще долго может продолжать расти, увеличивая диспропорции между поступлением валютной выручки и оттоком денег в оплату возрастающего импорта. В ситуации кризиса мировых рынков резко снижается экспорт, затем не менее резко падает импорт, что предопределяет резкое снижение экономической динамики.

Во втором уравнении также два абсолютно логичных результата. Соотношение банковских активов и активов небанковских финансовых организаций (иное представление коэффициента финансовой структуры) положительно (на 5-процентом доверительном интервале) влияет на волатильность экономического роста, а размер

экономики влияет отрицательно (на 1-процентном доверительном интервале), что также соответствует результатам ранее сделанных исследований, и простейшей логике: чем крупнее объект, тем труднее его раскачать.

Как видно из построенных регрессионных уравнений, оптимизация финансовой структуры может быть значимым компенсирующим механизмом при ухудшении условий внешней торговли, а также возможным решением, направленным на сокращение инвестиционной открытости страны в периоды кризисов на мировом финансовом рынке.

С одной стороны, возможности оптимизации финансовой структуры, как инструмента смягчения воздействия внешних шоков, не стоит переоценивать: мы увидели, что значимость влияния финансовой структуры на волатильность макроэкономических параметров заметно ниже, чем ряда показателей, предопределяющих интенсивность воздействия внешних шоков. С другой стороны, тот факт, что влияние показателей финансовой структуры на волатильность экономического роста и инвестиций в основной капитал заметно менее значимо, чем влияние волатильности торговли и инвестиционной открытости, не должен вводить в заблуждение относительно ценности оптимизации финансовой структуры как инструмента экономической политики. В отличие от волатильности торговли (которая лежит вне зоны воздействия российских органов, реализующих экономическую политику) и инвестиционной открытости (даже временное ослабление которой может привести к долгосрочным негативным последствиям), воздействие на финансовую структуру находится в сфере воздействия финансовых регуляторов, и такое воздействие (при условии, что оно ведет к оптимизации финансовой структуры) не влечет негативных последствий. Поэтому оптимизация финансовой структуры должна рассматриваться в качестве доступного и эффективного механизма смягчения негативного воздействия внешних шоков на российскую экономику.

Банковская система является той средой, посредством которой внешние шоки (как торговые условия, так и финансовые) транслируются в российскую экономику по различным каналам. Через валютный канал внешние шоки изменяют соотношение активов и пассивов банковской системы, а также их качество, снижая склонность к кредитованию; через процентный канал, кроме воздействия на активы и пассивы банковской системы, они изменяют долговую нагрузку и возможности рефинансирования долга. Именно через банки изначально проходит импульс, связанный с изменением потока выручки по внешнеторговым операциям. В кризис 2008-2009 гг. коммерческие банки также стали основными участниками оттока капитала, так как проводниками иностранного капитала на российский рынок в предшествующие годы преимущественно были банки с участием нерезидентов [67].



В отличие от банковской системы финансовые рынки и небанковские финансовые организации ведут себя несколько иначе при воздействии внешних шоков. Финансовые рынки в меньшей степени зависят от иностранных инвестиций, особенно если на них велика доля внутренних инвесторов (это характерно для подавляющего большинства национальных финансовых рынков, к которым с недавнего времени относится и Россия), поэтому шок ликвидности на них проявляется мягче. Соответственно, внутренние заемщики в кризисные периоды, как правило, имеют больше возможностей привлечь инвестиции на финансовых рынках (в том числе рефинансировать долг), чем посредством привлечения банковских кредитов.

Небанковские финансовые институты отличаются от банков более длинным инвестиционным горизонтом, и поэтому в большинстве своем имеют возможность (время) переждать кризис. Кроме того, по большинству инвестиционных продуктов они защищены от «набегов вкладчиков», оставаясь, таким образом, островками относительной стабильности в период кризиса.

Как следует из полученных результатов, оптимизация финансовой структуры через опережающее развитие финансовых рынков и небанковских финансовых организаций будет способствовать снижению волатильности экономического роста и динамики инвестиций в основной капитал. Повышение роли финансовых рынков и небанковских финансовых институтов в рамках российского финансового сектора, как было показано ранее [56], в текущих российских условиях также способствует увеличению темпов экономического роста. В совокупности эти результаты указывают на высокую значимость опережающего роста финансовых рынков и небанковских финансовых институтов для обеспечения их существенного и устойчивого долгосрочного экономического роста.

### **3.3 Влияние финансового развития на неравенство**

Важнейшим показателем социально-экономического развития, на который оказывает влияние финансовое развитие, по нашему мнению, является комплекс показателей неравенства. Влияние финансов на неравенства – важнейшая составная часть современных дискуссий о влиянии финансового развития на социально-экономическое развитие.

В работе [8] исследуются возможные каналы трансмиссии от финансов к неравенству доходов. Авторы показали, что финансы оказывают как положительное, так и отрицательное влияние на неравенство, выделив основные каналы такого влияния.

В работе [28] были значительно развиты те направления исследований в области влияния финансов на неравенство, которые проводились до сих пор. Может ли

финансовый сектор играть роль в сокращении неравенства? Исследование [28] доказывает, что это возможно, дополняя перераспределительную фискальную политику в смягчении неравенства. Расширяя предоставление финансовых услуг домохозяйствам с низким доходом и малым предприятиям, оно может служить мощным рычагом, помогающим создать более инклюзивное общество, но, если расширение предоставления финансовых услуг не будет эффективно регулироваться, оно также может усиливать неравенство.

Следует также обратить внимание на работу [68], которая изучает особенности взаимосвязи финансов и неравенства в рентных экономиках. Несмотря на то, что данная работа исследовала эти взаимосвязи на основе экономики США, определенной как рентная по причине высокой доли доходов, получаемых экономическими агентами в этой экономике, от владения финансовыми и иными активами, приносящими доход, представляется, что применительно к российской экономике некоторые из выводов также верны.

Результаты [68] показывают, что ускорение экономического роста, которому способствует более высокий уровень кредитного предложения, связанный с секьюритизацией, может определять более неравноправную и финансово нестабильную экономическую систему. Логично предположить, что в рентной экономике другой природы – в российской экономике – закономерность, связанная с негативным влиянием роста кредитного предложения на показатели неравенства, также будет выполняться. Основанием для такого предположения являются также работа [8], в которой показано, что рост финансовой глубины, идущий в первую очередь за счет глубины банковского сектора, негативно влияет на показатели неравенства.

Ряд выводов, сформулированных в [68], могут быть актуальными не только для США, но и для современных российских условий. В частности, нам представляется весьма актуальным для современных российских условий следующий вывод: «Облегчение доступа к кредитам в отрыве от надлежащего перераспределения доходов кажется провальной и дестабилизирующей политикой» [68, р. 33-34]. С другой стороны, необходимо указать и на различия, которые существуют между рентными экономиками в США и России. Они не позволяют принять все те рекомендации, которые содержатся в работе [68], для применения в российской экономической политике. В частности, сформулированный в работе [68] тезис о том, что более низкая степень налоговой прогрессии поляризует распределение доходов и заработной платы и замедляют экономический рост, на наш взгляд, в большей степени соответствует только американской рентной экономике, чем всем типам рентных экономик.

В рамках пробных расчетов регрессионных уравнений по оценке влияния финансового развития на неравенство мы построили регрессионные уравнения, в которых зависимой переменной выступает коэффициент Джини (Gini).

Независимые переменные:

FID – индекс глубины финансовых институтов;

FIA – индекс доступности финансовых институтов;

FIE – индекс эффективности финансовых институтов;

FMD – индекс глубины финансовых рынков;

FMA – индекс доступности финансовых рынков;

FME – индекс эффективности финансовых рынков;

Fin\_asset - доля финансовых активов в богатстве домохозяйств;

Crisis – дамми-переменная, принимает значение 1 в период кризиса 2008-09 гг.

Результаты регрессии приведены в таблице 6.

Таблица 6 - Параметры регрессии зависимости неравенства от субиндексов Индекса финансового развития

	Все страны	Страны с преобладанием		Качество институтов	
		рынков	банков	высокое	прочее
C	31.576***	32.352***	31.033***	31.608***	31.224***
D(FID)	1.038	-0.693	2.720	1.940	-3.998**
D(FIA)	-1.958	-2.704	-0.868	-1.119	-9.455*
D(FIE)	0.441	-0.308	1.569	1.176	-0.968
D(FMD)	-0.296	-0.763	0.129	-0.183	-4.048***
D(FMA)	-0.658	-1.019	-0.503	-0.866*	0.636
D(FME)	0.325	0.743**	0.055	-0.034	1.447***
D(FIN_ASSET)	-0.021	-0.043*	-0.010	0.002	-0.195***
AR(1)	0.563***	0.649***	0.527***	0.550***	0.693***
R-squared	0.959	0.985	0.933	0.955	0.980
F-statistic	192.469***	364.789***	107.06***	166.266***	210.287***
Период	1998-2017	1998-2017	1998-2017	1998-2017	1998-2017
Количество стран	31	15	16	25	6
Кол-во набл-ний	351	149	202	25	69

Примечания.

1 Обозначения: \* - 10% уровень значимости.

2 Составлено авторами.

В уравнении влияния показателей финансового развития (в т.ч. доли финансовых активов в богатстве домохозяйств) на неравенство распределения доходов населения значимыми оказались все спецификации. Коэффициент Джини показал высокую степень авторегрессионности своей природы, что нашло отражение в значимых коэффициентах константы и авторегрессии первого порядка.

Наиболее интересный результат был получен применительно к выборке стран, не обладающими в явном виде высококачественными институтами защиты прав инвесторов. Значимыми оказались все переменные, кроме субиндексов доступа к финансовым рынкам и эффективности финансовых институтов. При этом неожиданным представляется положительное влияние субиндекса эффективности финансовых рынков на коэффициент Джини – получается, что чем выше эффективность финансовых рынков, тем выше неравенство. Но, возможно, можно предположить внятную гипотезу причин такого влияния. Учитывая, что эффективность финансовых рынков в Индексе финансового развития предопределяется единственным показателем - коэффициентом оборачиваемости акций, т.е. соотношением объема торговли акциями и капитализации, то, возможно, слишком активная торговля акциями не позволяет финансовым рынкам реализовать функцию снижения неравенства, для этого требуется более спокойные рынки, с более длинным горизонтом инвестирования. Остальные значимые субиндексы отрицательно влияют на размер показателя Джини: рост емкости финансовых институтов (на 5-процентном доверительном интервале) и повышение их доступности (на 10-процентном доверительном интервале), и особенно повышение емкости финансовых рынков (на 1-процентном доверительном интервале) снижают коэффициент Джини, т.е. способствуют снижению неравенства.

Особо важным представляется отрицательное (на 1-процентном доверительном интервале) влияние на индекс Джини доли финансовых активов в богатстве населения. Это свидетельствует о том, что в странах, не имеющих эффективных институтов защиты прав инвесторов, повышение финансиализации богатства населения способствует снижению неравенства.

В рамках выборки стран с высоким качеством институтов защиты инвесторов почти не оказалось (за исключением субиндекса доступности финансовых рынков) переменных, оказывающих значимое влияние на неравенство. В данном случае можно говорить о том, что в этих странах решение проблемы неравенства лежит в основном вне пределов финансового сектора, либо возможности финансового сектора уже исчерпаны для снижения неравенства на более ранних стадиях развития.

Тот факт, что для решения проблемы неравенства в странах без эффективных институтов защиты прав инвесторов гораздо больше возможностей на стороне финансового развития, дает основание сделать важные рекомендации для российской политики в данной области. Это означает, что у правительств этих стран, включая Россию, есть возможность снижения неравенства, во-первых, через правильно определенные приоритеты в политике финансового развития, и во-вторых, через стимулирование финансиализации накоплений домохозяйств.

В странах с преобладанием финансовых рынков значимыми оказались также переменные при коэффициентах эффективности финансовых рынков и доли финансовых активов в благосостоянии населения. Причём доля финансовых активов в благосостоянии населения и коэффициент Джини также обладают отрицательной взаимосвязью.

Учитывая, что данная спецификация показала, во-первых, большое количество значимых переменных в рамках выборки стран без качественных институтов защиты инвесторов, и, во-вторых, значительные отличия между результатами по отдельным выборкам, необходимо сопоставить результаты данного уравнения с выводами, сформулированными в исследовании [28].

Главное несоответствие – с рекомендацией исследования [28] поощрять рост финансовой доступности для того, чтобы уменьшить неравенство. По 3 выборкам из 5 ни один из двух субиндексов финансовой доступности не демонстрирует значимого влияния на коэффициент Джини. В рамках двух оставшихся выборок субиндекс доступности финансовых институтов незначим для выборки стран с высоким качеством институтов защиты инвесторов и слабо (на 10-процентном доверительном интервале) отрицательно влияет на уровень неравенства для выборки стран с невысоким качеством институтов защиты инвесторов, а субиндекс доступности финансовых рынков, напротив, незначим для выборки стран с невысоким качеством институтов защиты инвесторов и слабо (на 10-процентном доверительном интервале) отрицательно влияет на уровень неравенства для выборки стран с высоким качеством институтов защиты инвесторов.

Вместе с тем, следует согласиться с тезисом исследования [28] о нелинейном влиянии финансовой глубины на неравенство, так как наши расчеты показали отсутствие значимой линейной зависимости для всех выборок, кроме выборки стран с невысоким качеством институтов защиты инвесторов, т.е. тех стран, в которых финансовая глубина еще заведомо не дошла до точки перегиба, и на этом интервале значимо (на 1-процентном доверительном интервале для глубины финансовых рынков и на 5-процентном доверительном интервале для глубины финансовых институтов) отрицательно влияет на коэффициент Джини.

## Заключение

Активное развитие исследований взаимосвязей финансового развития и социально-экономического развития, происходящее последние 20-25 лет, привело к пониманию основных закономерностей этих взаимосвязей на глобальном уровне и на уровне развитых стран. Исследования взаимосвязи финансового сектора с детерминантами финансового развития до последнего времени были гораздо менее активны, но пришедшее понимание о том, что финансовое развитие, формирующее влияние на социально-экономическое развитие, также зависит от целого ряда экзогенных факторов, активизировало анализ этой группы взаимосвязей финансового сектора.

В результате этих исследований созданы предпосылки для формирования комплексной модели взаимосвязей финансового сектора с параметрами социально-экономического развития, с одной стороны, и с факторами, влияющими на финансовое развитие, с другой стороны. Отсутствие такой модели, учитывающей национальные особенности Российской Федерации, существенно снижает эффективность корректирующего воздействия государственной экономической политики в сфере финансового развития. Мы сделали попытку преодолеть этот пробел.

Методологически правильно разделять исследования взаимовлияний показателей финансового развития с показателями социально-экономического развития, с одной стороны, и взаимовлияния детерминантов финансового развития с показателями финансового развития, с другой стороны. Такое разделение позволяет:

- вычленив финансовый сектор как отдельный народнохозяйственный комплекс, выполняющий свои функции в рамках национальной социально-экономической системы;
- сформировать комплексную модель взаимосвязей между детерминантами финансового развития, параметрами финансового развития и показателями социально-экономического развития.

В рамках комплексной модели будут использоваться следующие характеристики (параметры) финансового сектора:

- показатели финансового развития, которые используются в регрессионных моделях (в моделях оценки связи между детерминантами финансового развития и показателями финансового развития – в качестве зависимых переменных; в моделях оценки связи между показателями финансового развития и показателями социально-экономического развития – в качестве объясняющих переменных);
- структурные характеристики финансового сектора (в первую очередь показатели финансовой структуры).

Используемые в комплексной модели показатели финансового развития:

- Индекс финансового развития (FDI);
- субиндексы Индекса финансового развития, оценивающие финансовое развитие России по разным аспектам (глубина, инклюзия, эффективность);
- первичные показатели отдельных аспектов финансового развития, в том числе показатели финансовой глубины, финансовой инклюзии, финансовой стабильности, эффективности финансовых рынков и финансовых институтов;
- показатели финансиализации (например, финансиализации богатства домохозяйств).

Основные показатели социально-экономического развития Российской Федерации, используемые в комплексной модели:

- показатели экономической динамики (темп роста/прироста ВВП);
- показатели макроэкономической стабильности (волатильность темпов экономического роста и др.);
- показатели неравенства доходов и богатства (индекс Джини; доля 1% (или 10%) наиболее богатых в совокупном национальном доходе; доля 1% (или 10%) наиболее богатых в совокупном национальном богатстве);
- темпы инфляции.

Существенно ограничивает возможности формирования модели взаимосвязей финансового сектора России отсутствие рядов данных достаточной длины, что не позволяет надежно выявлять значимые зависимости между показателями. В такой ситуации возможной заменой модели, оценивающей ту или иную взаимосвязь на российском рынке, которую невозможно построить ввиду отсутствия данных, может стать модель, построенная на основе данных межстрановой панели, формирование которой осуществляется с максимальным учетом особенностей России (экономики и финансового рынка в первую очередь), т.е. на основе «портрета» России, составленного из данных других стран.

Особенности России, определяющие ее финансовое развитие и его влияние на социально-экономическое развитие, на наш взгляд, следующие: средний уровень дохода в классификации Всемирного банка; крайне жесткая связь финансового развития с состоянием мировых рынков сырья; банко-ориентированность финансовой системы; отсутствие высокого качества институтов защиты прав инвесторов. Наиболее полный учет этих особенностей возможен теоретически через формирование выборки как пересечения множеств стран, удовлетворяющих каждому из 4 условий. Однако на практике это невозможно в силу ряда причин (в т.ч. почти полного отсутствия среди стран с высоким уровнем природной ренты банко-ориентированных финансовых систем). В результате для

пробных расчетов в качестве «портрета» России использовалась выборка, являющаяся пересечением множества стран с высокой природной рентой (мы использовали показатель общего размера природной ренты в % к ВВП) и множества стран, не обладающих высококачественными институтами защиты прав инвесторов.

При апробации подхода, предполагающего формирование «портрета» России, проводилось сравнение параметров регрессионных уравнений, построенных на основе «портрета» России и на основе реальных российских данных. В рамках оценивания взаимозависимости детерминантов финансового развития и Индекса финансового развития, во-первых, совпал вывод об отрицательном влиянии на финансовое развитие переменной процентной ставки, и во-вторых, при использовании «портрета» выросло число значимых переменных от 1 до 3 (добавились переменные торговой открытости – с положительным влиянием, и переменная налогов – с отрицательным влиянием на финансовое развитие) и значимость самого уравнения. В рамках оценивания взаимосвязи показателей финансового развития и динамики ВВП на душу населения при незначимости уравнений, построенных по реальным российским данным, на основе «портрета» России значимое положительное влияние на экономическую динамику демонстрируют субиндекс доступности финансовых институтов и показатель капитализации, а значимое отрицательное влияние – субиндекс глубины финансовых институтов. Мы можем предположить, что в России могут выполняться эти закономерности.

Проведенные апробации показали, что использование «портрета» России может быть эффективным способом выявления возможных влияний финансового сектора на экономическую динамику в условиях недостаточности реальных российских данных.

Были подтверждены гипотезы о значимости финансовой структуры для волатильности экономического роста. В первом уравнении на величину колебаний темпов экономического роста положительно (на 5-процентном доверительном интервале) влияют соотношение кредитов частному сектору и капитализации, а также соотношение экспорта и импорта. Во втором уравнении соотношение банковских активов и активов небанковских финансовых организаций положительно (на 5-процентом доверительном интервале) влияет на волатильность экономического роста, а размер экономики влияет отрицательно (на 1-процентном доверительном интервале). Положительное влияние коэффициента финансовой структуры соответствует результатам ранее проведенных исследований и говорит о том, наряду с более сильным влиянием размера экономики и параметров внешнеэкономической деятельности, преобладание банковского сектор способствует волатильности экономического роста, а преобладание финансовых рынков сокращает эту волатильность.



Наши исследования показали, что для решения проблемы неравенства в странах без эффективных институтов защиты прав инвесторов, как ни парадоксально, больше возможностей на стороне финансового развития. Это означает, что у правительств этих стран, включая Россию, есть возможность снижения неравенства, во-первых, через правильно определенные приоритеты в политике финансового развития, и во-вторых, через стимулирование финансирования накоплений домохозяйств. На размер показателя Джини отрицательно влияют рост емкости финансовых институтов (на 5-процентном доверительном интервале), повышение их доступности (на 10-процентном доверительном интервале), повышение емкости финансовых рынков (на 1-процентном доверительном интервале) и повышение доли финансовых активов в богатстве населения (на 1-процентном доверительном интервале).

### СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННЫХ ИСТОЧНИКОВ

1. Данилов Ю.А. (2019). Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // Вопросы экономики. № 3. С. 29-47.
2. Popov A. (2018) 'Evidence on Finance and Economic Growth', in Handbook of Finance and Development, Edward Elgar, Cheltenham, UK.
3. Miller, M. (1998). Financial markets and economic growth. Journal of Applied Corporate Finance 11, 8–14.
4. Lucas R. (1988). On the mechanics of economic development. // Journal of Monetary Economics. Vol. XXII. P. 3 – 42.
5. Zingales L. (2015). Does finance benefit society? NBER Working Paper 20894.
6. Schularick, M. & Taylor, A. (2012). Credit booms gone bust: Monetary policy, leverage cycles, and ...financial crises, 1870 - 2008. American Economic Review, 102(2), Pp. 1029-1061.
7. Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. Too Much Finance? IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington.
8. Cournède B., Denk O., Hoeller P. (2015). Finance and inclusive growth. OECD Economics Department Working Papers, No. 14.
9. Sahay R., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S. R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. IMF Staff Discussion Note, SDN/15/08.
10. Chakraborty, I., Goldstein, I. & MacKinlay, A. (2016). Do asset price booms have negative real effects? Wharton School working paper.
11. Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. (2011). The evolving importance of banks and securities markets. Policy Research Working Paper, No. WPS5805. The World Bank.
12. Popov A. (2017). Evidence on Finance and Economic Growth. European Central Bank Working Paper Series No 2115.
13. Bagehot, W. (1873). Lombard Street, 1962 ed. Irwin, Homewood, IL.
14. Schumpeter, J. (1912). Theorie der wirtschaftlichen Entwicklung. Dunker & Humblot, Leipzig. The Theory of Economic Development translated by R. Opie. Harvard University Press: Cambridge, MA, 1934.
15. King R. G., Levine R. (1993). Finance and growth: Schumpeter might be right. // Quarterly Journal of Economics, Vol. 108, No. 3, pp. 717–737.
16. Ross Levine. 1997. Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda // Journal of Economic Literature, Vol. 35, No. 2 (Jun., 1997), pp. 688-726.

17. Goldsmith R. (1969). *Financial structure and development*. - New Haven: Yale University Press.
18. Allen F., Gale D. (2000). *Comparing financial systems*. Cambridge: MIT Press.
19. Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2001). *Financial structure and economic growth: A cross-country comparison of banks, markets, and development*. Cambridge: MIT Press.
20. Rajan R., Zingales L. (2003). *Banks and markets: The changing character of European finance*. NBER WP # 9595.
21. Levine R. (2005). *Finance and growth: Theory and evidence*. In: *Handbook of economic growth* (ed. 1). Elsevier, Vol. 1, Ch. 12, pp. 865–934.
22. Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2008). *Finance, financial sector policies, and long run growth*. M. Spence Growth Commission Background Paper, No. 11. World Bank, Washington, DC.
23. Tharavanij P. 2007. *Capital market and business cycle volatility* // Monash University Economics Discussion Paper.
24. Gambacorta L., Yang J., Tsatsaronis K. *Financial structure and growth* // BIS Quarterly Review March. – 2014.
25. Gould, David Michael, and Martin Melecky. 2017. *Risks and Returns: Managing Financial Trade-Offs for Inclusive Growth in Europe and Central Asia*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-0967-5.
26. Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012). *Benchmarking Financial Systems around the World*. Policy Research Working Paper № 6175. The World Bank.
27. Svirydzhenka, Katsiaryna (2016). *Introducing a New Broad-based Index of Financial Development*. IMF Working Paper WP/16/5 – IMF.
28. Čihák M., Sahay R. (2020). *Finance and Inequality*. IMF Staff Discussion Note, SDN/20/01.
29. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). *Law and Finance*. // *Journal of Political Economy*. # 106. P. 1113 – 1155.
30. Rajan R., Zingales L. (2003). *The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century* // *Journal of Financial Economics*, Vol. 69, Pp. 5–50.
31. Monnet, C., Quintin, E., 2007. *Why do financial systems differ? History matters*. *J. Monet. Econ.* 54, 1002–1017.
32. Torre, A., Feyen, E., Ize, A., 2013. *Financial development: structure and dynamics*. *World Bank Econ. Rev.* 273, 514–541.
33. Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2003. *People’s opium? Religion and economic attitudes*. // *Journal of Monetary Economics* 50, 225–282.

34. Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2004. The role of social capital in financial development. // *American Economic Review* 94, 526–556.
35. Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2009. Cultural biases in economic exchange? // *Quarterly Journal of Economics* 124, 1095–1131.
36. Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С. Детерминанты финансового развития // *Экономическое развитие России*. 2020. Т. 27, № 3. С. 47 – 57.
37. Anton Badev, Thorsten Beck, Ligia Vado, Simon Walley. 2014. Housing Finance Across Countries. New Data and Analysis. Policy Research Working Paper № 6756.
38. Мамонов М., Пестова А., Панкова В., Ахметов Р., Солнцев О. Финансовый сектор, экономический рост и макроэкономическая стабильность. Серия докладов об экономических исследованиях Банка России. № 21, июль 2017.
39. Chris Doucouliagos, Jakob de Haan, Jan-Egbert Sturm (2020). What Drives Financial Development? A Meta-Regression Analysis. CESifo Working Paper No. 8356. ISSN 2364-1428 (electronic version). Available at: [https://www.cesifo.org/DocDL/cesifo1\\_wp8356.pdf](https://www.cesifo.org/DocDL/cesifo1_wp8356.pdf)
40. Мамонов М., Солнцев О., Ахметов Р., Пестова А., Панкова В., Дешко А. (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности. // *Деньги и кредит*. № 3. с. 89-123. doi: 10.31477/rjmf.201803.89
41. Столбов М., Солнцев О., Голощапова И. (2018). Ресурсная зависимость и финансовое развитие. // *Мировая экономика и международные отношения*, 2018, том 62, № 5, с. 52–61. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-5-52-61
42. Ibrahim, M. and Sare Y. A. (2018). Determinants of financial development in Africa: How robust is the interactive effect of trade openness and human capital? // *Economic Analysis and Policy*, Vol. 60, Pp. 18–26.
43. Peia O., Roszbach K. (2015). Finance and growth: Time series evidence on causality // *Journal of Financial Stability*. Volume 19, August 2015, Pages 105-118.
44. Adolfo Barajas, Ralph Chami, and Seyed Reza Yousefi. The Finance and Growth Nexus Re-Examined: Do All Countries Benefit Equally? IMF Working Paper WP/13/130, May 2013.
45. Михаил Мамонов, Анна Пестова, Вера Панкова, Ренат Ахметов, Олег Солнцев. Долгосрочное прогнозирование размера и структуры финансового сектора России. Серия докладов об экономических исследованиях. Доклад № 20. – М.: Банк России, 2017.
46. Herwartz H., Walle Y.M. (2014). Determinants of the link between financial and economic development: Evidence from a functional coefficient model. // *Economic Modelling* 37 (2014) 417–427.

47. Ruixin Zhang, Sami Ben Naceur. 2019. Financial development, inequality, and poverty: Some international evidence // *International Review of Economics and Finance*, 61. Pp. 1–16.
48. Martin Čihák, Aslı Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2013). Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010. NBER Working Paper 18946. Режим доступа: <http://www.nber.org/papers/w189>
49. Банк России. (2020). О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования. № 7 (43).
50. Kurronen, S. (2015). Financial sector in resource-dependent economies. *Emerging Markets Review*, 23, pp. 208–229.
51. Столбов М., Солнцев О., Голощапова И. (2018). Ресурсная зависимость и финансовое развитие. // *Мировая экономика и международные отношения*, 2018, том 62, № 5, с. 52–61. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-5-52-61
52. Марина Дорошенко, Сергей Дубинин, Анна Лолейт (2019). Рыночно-ориентированные и банко-ориентированные финансовые системы: посткризисные соотношения в России и в мире. // *Экономическая политика*. Т. 14. № 5. С. 100–123. DOI: 10.18288/1994-5124-2019-5-100-123.
53. Huang Y. (2005). What Determines Financial Development? Discussion Paper 05/580. Bristol (UK): University of Bristol. Available at: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.148.3105&rep=rep1&type=pdf>
54. Yongfu Huang (2011). *Determinants of Financial Development*. - Cambridge: Palgrave Macmillan.
55. Chakraborty S., Ray T. (2007). The Development and Structure of Financial Systems. // *Journal of Economic Dynamics and Control*, vol. 31, no. 9, pp. 2920-2956.
56. Данилов Ю. А., Пивоваров Д. А. (2018). Финансовая структура в России: выводы для государственной политики // *Вопросы экономики*. № 3. С. 30–47.
57. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1999). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. NBER. WP # 7428.
58. La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? // *Journal of Finance*, 61 (1), pp. 1–32.
59. Acemoglu, Daron (2003). Why Not a Political Coase Theorem? Social Conflict, Commitment and Politics. *Journal of Comparative Economics*. Vol. 31, No 4, Pp. 620–652.
60. Levine, Ross. Bank-based or market-based financial systems: which is better? // *Journal of Financial Intermediation*. 2002. Vol. 11. No. 4. Pp. 398-428.

61. Lin J.Y., Sun X., Jiang Y. Toward a theory of optimal financial structure // Policy Research Working Paper. 5038. The World Bank, 2009.
62. Tharavanij P. Capital market and business cycle volatility // Monash University Economics Discussion Paper, 2007.
63. Allard M.J., Blavy M.R. Market Phoenixes and Banking Ducks Are Recoveries Faster in Market-Based Financial Systems? // IMF Working Paper. WP/11/213.
64. Mallick D. Financial development, shocks, and growth volatility // Macroeconomic Dynamics. 2014. Vol. 18. No. 3. Pp. 651-688.
65. Подлесная А.В. Влияние финансовой структуры на макроэкономическую стабильность. Магистерская диссертация. Экономический факультет МГУ им. М.В.Ломоносова, 2019.
66. Данилов Ю.А., Подлесная А.В. (2020). Финансовая структура и ее влияние на стабильность экономического роста и инвестиций. // Экономическое развитие России. 2020. Т. 27, № 8. С. 40 – 49.
67. Головнин М.Ю., Любский М.С., Богатова И.Э. Каналы влияния внешних факторов на монетарную сферу России. — М.: Изд-во Института экономики РАН, 2012.
68. Alberto Botta, Eugenio Caverzasi, Alberto Russo, Mauro Gallegati, Joseph Stiglitz (2019). Inequality and Finance in a Rent Economy. Available at: [https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/23101/7/23101%20BOTTA\\_Inequality\\_and\\_Finance\\_in\\_a\\_Rent\\_Economy\\_2019.pdf](https://gala.gre.ac.uk/id/eprint/23101/7/23101%20BOTTA_Inequality_and_Finance_in_a_Rent_Economy_2019.pdf)