

УДК: 336.018: 336.051
JEL: G20, O43

Павел Керимов

ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ НА ФИНАНСОВОЕ РАЗВИТИЕ: ОПИСАТЕЛЬНЫЙ ОБЗОР

Очерчены подходы к освещению взаимосвязи институциональной среды и финансового развития в современной англоязычной литературе. Её необходимость вызвана недостаточным использованием зарубежных источников в отечественной литературе по теме, что в свою очередь приводит к проблемам с сопоставимостью категориального аппарата, методических подходов и полученных результатов между ними. Обзор ограничивается практико-ориентированными зарубежными источниками, содержащими достаточный статистический аппарат, и концентрируется на вопросах выбора репрезентативных переменных, ожидаемой и фактической функциональной зависимости между ними и правдоподобия полученных результатов. Был сделан ряд выводов, в частности: об отсутствии общей теоретической модели взаимосвязи институционального и финансового развития в основе содержащихся в рассмотренных источниках моделей, о недостаточности показателя финансовой глубины в его узком понимании как универсального показателя развития финансовой системы и о необходимости его дополнения показателями оперативной эффективности финансовых институтов, ресурсного потенциала других составляющих финансовой системы и доступа реципиентов к финансовым ресурсам; о текущей ограниченности выбора показателей институционального развития двумя источниками, оба из которых подают комплексные показатели, рассчитанные экспертным методом; о существовании заметной разницы в параметрах институционального развития, оказывающих влияние на развитие финансовой системы в развитых и в развивающихся странах. Определены перспективы дальнейших исследований в этой сфере, в частности изучение взаимосвязи институционального и финансового развития с использованием агрегированных методом главных компонент расширенных показателей финансового развития и метода анализа среды функционирования на базе статистики по развитым странам.

Ключевые слова: финансовая глубина; финансовое развитие; экономическое развитие; институциональное развитие.

Керимов Павел Алексеевич (pkerimov@zoho.com) канд. экон. наук, младший научный сотрудник отдела финансов реального сектора Института экономики и прогнозирования НАН Украины. <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>

Статья подготовлена в рамках НИР "Взаимосвязь финансовой глубины и экономического роста в Украине" (номер государственной регистрации 0121U110766).

*Цитирование: Керимов П. А. Влияние институциональной среды на финансовое развитие: описательный обзор. *Экономическая теория*. 2021. № 3. С. 57–71.*

© П. Керимов, 2021

ISSN 1811-3133. *Экономическая теория*. 2021. № 3: 57–71

IMPACT OF INSTITUTIONAL ENVIRONMENT ON FINANCIAL DEVELOPMENT: A LITERARY REVIEW

Pavlo Kerimov (pkerimov@zoho.com), PhD, junior researcher at real sector finance department of Institute for Economy and Forecasting of NAS of Ukraine. <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>

This literary review is focused on outlining approaches to institutional environment and financial development nexus, described in modern Western literature. Its existence is necessitated by the insufficient use of such sources in domestic studies on the subject, which results in inconsistencies in categorical apparatus, methodic approaches and of acquired results. The review is limited to practical Western studies with sufficient statistical apparatus and is concentrated on their choice of representative variables, expected and factual interrelations between said variables and on plausibility of their results. Based on the reviewed literature, it was possible to come up with a number of conclusions, such as: lack of general theoretical model of institutional-financial development nexus behind reviewed regression models; insufficiency of narrowly defined financial depth index to represent financial development as a whole, and need to compliment it with financial institutions' operational effectiveness indicators, as well as other financial system components' resource potential indicators, and recipients' access to financial resources indicators; limitation of currently available institutional development indicators to two sets, both of which are expert-defined aggregated indicators; existence of substantial difference in factors of institutional development influencing financial system in developed and underdeveloped countries. Also, some of the further research perspectives are outlined, such as examining institutional-financial development nexus using PCA-aggregated extended financial development indicators, and researching institutional-financial development nexus using data envelopment analysis based on the statistical data on developed countries.

Key words: financial depth, financial development, economic development, institutional development.

Финансовая система является служебным, хотя и необходимым, звеном в экономике, а потому было бы ошибкой приписывать её реальное и потенциальное развитие исключительно внутрисистемным процессам. Популярной идеей является постулат, что развитие финансовой системы – производная от развития институциональной среды в стране, которая в свою очередь открывает ряд потенциально интересных вопросов относительно методических подходов к оценке и того, и другого. В большинстве современных исследований влияние институциональной среды на финансовую глубину рассматривается с использованием эконометрического моделирования на базе выборки по слабо развитым странам за 1990–2020 гг., или на базе сравнительного анализа по странам с низким и высоким уровнем доходов за тот же период. Причиной определённой близорукости в таких исследованиях является прежде всего отсутствие необходимых данных, поскольку, например, оценка развития институциональной среды проводится почти исключительно на базе агрегированных индикаторов качества управления Всемирного банка, которые не рассчитывались до 1996 года¹. Указанная близорукость создаёт проблему с сопоставимостью результатов исследований, так как исследования взаимосвязи финансовой глубины, которая почти универсально используется как показатель развития финансовой системы, с экономическим ростом указывают на заметное изменение тенденций как в динамике указанных показателей, так и в природе их

¹ Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/>

взаимосвязи при оценке на данных за 1960–80 гг. и данных за 1990–2000 гг. Господствующая сегодня мода на обязательное использование статистических и эконометрических методов в исследовании приводит, во-первых, к взаимоисключающим выводам в сравниваемых по источникам и методологии работах разных исследователей, а во-вторых, к выводам, которые не согласуются с общетеоретическими предсказаниями, как, например, обратно пропорциональная связь между прозрачностью демократических институтов и финансовым развитием.

Подобная ситуация делает необходимой систематизацию имеющейся литературы относительно влияния институциональных факторов на развитие финансовой системы, в частности в части используемых в них методических подходов, в части обобщения полученных в них выводов, а также в части описания перспектив дальнейших исследований в этом направлении. Таким образом, целью статьи является систематизация и анализ имеющихся публикаций о влиянии институциональных факторов на финансовое развитие.

Объектом данного исследования являются зарубежные публикации, посвящённые взаимосвязи институционального и финансового развития. Предметом – влияние развития институциональной среды на развитие финансовой системы.

Статья структурирована следующим образом: сначала изложен перечень и критерии отбора исследованных источников. Далее представлен критический анализ каждого отдельного источника с фокусом на использованных в нём методических подходах и полученных выводах. Наконец, приводится обобщение всех рассмотренных источников в части соответствия избранных методических подходов полученным выводам, уровню освещения проблематики и перспектив к дальнейшим исследованиям.

Для этого исследования выбирались прежде всего статьи, опубликованные в зарубежных изданиях, содержащих словосочетания "институциональные факторы" и "финансовое развитие" в названии. Предпочтение отдаётся зарубежным источникам благодаря более высокому уровню унифицированности категориального аппарата. Так, например, для украинских публикаций являются типичными неточности в определении понятия "финансовой глубины", которые часто являются результатом отсутствия закреплённого перевода, а потому не всегда очевиден тот факт, что "финансовая глубина" в интерпретации В. Козюка (2019) не совпадает с "финансовой глубиной" в интерпретации М. Власенко (2012. С. 57), которая вместо этого использует понятие "финансовая глубина макроэкономики" и "показатель глубины финансового рынка" (2012. С. 56) как взаимозаменяемые синонимы. В то же время "финансовая глубина" в интерпретации Е. Бублика (2018. С. 51) уже представляет собой целый комплекс показателей, не все из которых обычно вообще рассчитываются. Эту ситуацию осложняет тот факт, что *"financial depth"* на самом деле может означать один из ряда показателей ресурсного потенциала финансовой системы в зависимости от доступных данных и поставленных целей. Именно поэтому, кстати, в этой статье, при необходимости, каждый приведённый показатель будет обеспечен в скобках переводом на язык оригинала, а также методом расчёта, если одного перевода будет недостаточно. В зарубежных публикациях такая проблема менее выражена.

Узкий фокус на публикациях со словосочетаниями "институциональные факторы" и "финансовое развитие" в названии вызван тем фактом, что косвенно оценка влияния институциональных факторов содержит значительное количество публикаций, посвящённых как вопросам развития финансовой системы, так и более узко – финансовой глубине, а также взаимосвязи финансовой глубины и экономического развития. Более узкий фокус позволит не только отобрать наиболее подходящие целям исследования статьи, но и удержать объём этого исследования в рамках разумного.

Отметив все эти оговорки, переходим непосредственно к анализу литературы. Х. Хан и др. (*Khan, 2020*), исследуя панельные данные по 189 странам за 2002–2017 год, пришли к выводу, что финансовое развитие невозможно без улучшения качества государственного управления и качества финансовых институтов. Показателем финансового развития авторы использовали стандартный показатель финансовой глубины, рассчитанный через долю кредитов банков предприятиям реального сектора к ВВП. Здесь следует отметить, что финансовая глубина – это мера ресурсного потенциала финансовой системы, или, точнее, степень её возможности трансформировать сбережения в продуктивные инвестиции. Поэтому когда речь идёт о финансовой глубине, потенциально может иметься в виду как один, так и целый спектр показателей. Исторически первым "стандартным" методом расчёта финансовой глубины был подход $M2 / \text{ВВП}$, описанный в классической работе Р. Левина (*Levine, 1997*), который был усовершенствован заменой более широкого показателя $M2$, включающего наличные и переводные депозиты в национальной и иностранной валютах, на более узкий – объём банковских кредитов нефинансовым институтам, теоретически включающий только часть перенаправленных на производительные инвестиции денежных ресурсов. Показатель $M2 / \text{ВВП}$ всё ещё используется в случае отсутствия более специализированных данных. Следующим по точности показателем финансовой глубины считается соотношение активов господствующего звена финансовой системы (в основном банков) к ВВП, но в некоторых случаях дополнительно рассчитываются также соотношение активов небанковских финансовых посредников к ВВП и капитализация рынка к ВВП. При наличии в стране условно параллельной системы исламских финансов некоторые исследователи, в частности А. Салим и др. (*Saleem, 2021*), рассчитывают также показатель соотношения активов исламской банковской системы к ВВП или кредитов, предоставленных этой системой нефинансовым корпорациями к ВВП. По аналогии можно ожидать, что в отдельных исследованиях (прежде всего для таких стран, как Китай) будут оцениваться также и доля активов государственных банков к ВВП или доля кредитов, предоставленных такими банками нефинансовым корпорациям, но этого в большинстве случаев не происходит. Вероятно, государственные финансы считаются неспособными генерировать "производительные" инвестиции.

Показателем качества или развития институтов были использованы все шесть показателей качества государственного управления (*worldwide governance indicators*) Всемирного банка, а также ВВП на душу населения, открытость для международной торговли (сумма экспорта и импорта за соответствующий год), сбережения, формирование капитала и числен-

ность населения. Показатели качества государственного управления рассчитываются Всемирным банком и отражают в основном оценочные суждения о качестве того или иного элемента государственного управления. Например, контроль за коррупцией (*control of corruption*) является индикатором, который колеблется в пределах от -2,5 (высокий уровень коррупции) до 2,5 (отсутствие коррупции) с нормальным распределением, и учитывает 15 параметров, в том числе наличие "нерегулярных" платежей при экспортно-импортной деятельности, уплате налогов, судебных решениях, уровень коррупции местных и иностранных субъектов экономической деятельности, нецелевое использование бюджетных средств и т. п.² Другие показатели пакета включают качество государственного регулирования (*regulatory quality*), прозрачность демократических институтов и подотчётность государственных чиновников (*voice and accountability*), политическую стабильность и отсутствие насилия (*political stability and absence of violence*), эффективность правительства (*government effectiveness*) и верховенство права (*rule of law*).

По результатам моделирования с использованием метода Ареллано-Бонда, единственной переменной, которая сохраняла значимость как на мировом уровне, так и в субвыборках по развивающимся и развитым странам, была зависимая переменная, взятая с лагом, то есть развитие финансовой системы является универсально и прямо пропорционально зависимым от её развития в прошлых периодах. Этот вывод ожидаем в рамках выбранного метода моделирования на базе панельных данных, а потому особого внимания не заслуживает. Отдельно для развивающихся стран значимыми были качество государственного регулирования (прямо пропорциональная связь), прозрачность демократических институтов и подотчётность чиновников (обратно пропорциональная связь), открытость для международной торговли (обратно пропорциональная связь), объёмы капитала (прямо пропорциональная связь) и объёмы сбережений (обратно пропорциональная связь). Или, иными словами, в развивающихся странах прирост финансовой глубины связан с ростом качества государственного регулирования, ростом объёмов капитала, уменьшением объёмов сбережений, уменьшением открытости для внешней торговли и уменьшением прозрачности демократических институтов. Рост качества государственного регулирования должен создавать прозрачную и справедливую экономическую среду, стимулирующую деловую активность, которая в свою очередь способствует трансформации сбережений в прирост капитала через банковскую систему (и фондовый рынок, однако эта составляющая в этом исследовании не учитывается). Негативное влияние открытости экономики для внешней торговли также ожидаемо для развивающихся стран, ведь у таких стран в основном существует тенденция к замещению потребительской продукции за счёт импорта, что негативно влияет на их собственную промышленность.

Очевидным отклонением от теоретических ожиданий является обратно пропорциональная связь между развитием финансовой системы и

² Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>

прозрачностью демократических институтов, а также подотчётностью чиновников. Последний показатель агрегированной совокупности 36 преимущественно оценочных показателей, характеризующих свободу слова и печати, прозрачность и законность процедуры выборов, надёжность государственного сектора экономики, свободу передвижения и общее состояние защиты прав человека – то есть показателей, ненадлежащее состояние которых теоретически приводит в открытых экономиках к бегству капитала и рабочей силы за границу и сокращению экономической активности, а следовательно и пропорциональному сокращению в банковских активах (доля которых в ВВП является показателем финансового развития в рамках этого исследования). Объяснением этому феномену, исключая банальную ошибку, может служить закрытость экономик исследуемых развивающихся стран (ведь перечень всех 189 стран в исследовании не приводится), или наращивание показателя финансовой глубины за счёт технических причин, в частности сокращения ВВП при сохранении размеров банковского сектора в исследуемых странах за исследуемый период. Сами авторы не заостряют внимание на этом элементе своих выводов.

Подобное исследование, но с фокусом на странах экономического сообщества стран Западной Африки, проведено на данных из 15 стран за 1996–2017 гг. М. Аппиа и др. (*Appiah, 2020*), пришло к несколько иным выводам о влиянии институциональной среды на экономический рост и финансовое развитие. В частности, авторы пришли к выводу об отсутствии влияния финансового развития (оценённого с помощью стандартного показателя финансовой глубины, а именно: части банковских кредитов нефинансовым корпорациям к ВВП) на экономический рост в странах Западной Африки. Более того, в случае, если бы эта переменная была значимой, влияние было бы отрицательным. Влияние институциональной среды учитывалось по индексу качества государственного регулирования и контроля за коррупцией, аналогичными по происхождению и методологии расчёта показателям, использованным в предыдущем исследовании. Ни один из этих показателей не оказался значимым в рамках модели, а направление их потенциального влияния оказалось подобным направлению влияния этих показателей в предварительно рассматриваемой модели, а именно: уровень контроля за коррупцией должен бы оказывать негативное влияние на экономический рост, а качество государственного регулирования – положительное. Следует, однако, учитывать, что в первой рассматриваемой модели в качестве зависимой переменной было финансовое развитие, а во второй – экономический рост, и даже с учётом аналогичности подходов в формировании моделей (источники и подбор переменных, а также методический подход – модель Ареллано-Бонда) их результаты не являются прямо сопоставимыми. В качестве переменных, влияющих на экономический рост, авторы определили прежнее состояние экономического роста и формирование капитала, обе из них – с прямо пропорциональной связью. Следовательно, в неразвитых странах формирование капитала можно считать существенным фактором для экономического роста и финансового развития, в то время как институциональные факторы играют значимую роль в финансовом развитии, и незначимую – в экономическом росте. Следует, однако, отметить, что выборка только по

15 развивающимся странам делает выводы по этому исследованию менее весомыми, чем по предыдущему.

Исследование институциональных и макроэкономических предпосылок финансового развития в 50 странах Организации исламского сотрудничества (ОИС), проведённое А. Абубакаром и С. Кассимом (*Abubakar, Kassim, 2018*) на данных за 2003–2011 гг. с использованием модели Ареллано-Бонда, позволило авторам сделать выводы о первоочерёдности уровня дохода для финансового развития. Высокий уровень дохода в стране вызывает больший объём сбережений, а следовательно, и финансовое углубление, с одной стороны, и повышение спроса на банковское кредитование – с другой. Влияние валютного курса было признано неоднозначным: если дешёвая национальная валюта приводит к повышению финансовой глубины и объёмов кредитования, она также приводит к сокращению сбережений внутри страны. Этот факт авторы считают достаточным оправданием для рекомендации политики валютного коридора для таких стран. Влияние инфляции также усматривается как в позитивном ключе – через поощрение банковского кредитования вкупе с принуждением инвесторов к переориентации с финансовых активов на реальные, так и в отрицательном – из-за уменьшения финансовой глубины. Этот факт авторы считают достаточным обоснованием для политики таргетирования инфляции. Открытость финансовой системы определена авторами как значимая для роста депозитов, но не кредитования в странах ОИС, то есть авторы склоняются к мнению, что страны ОИС способны потенциально привлечь иностранный ресурс в свои банковские системы через депозиты. Это выглядит достаточно оптимистичным выводом, разве что страны ОИС смогут обеспечить сверхвысокую надёжность и доходность такого инструмента; обычно, однако, депозиты нерезидентам не являются значимым по объёмам инструментом в странах с сомнительной долговременной стабильностью. Качество институциональной среды принято авторами как среднее значение по уже рассмотренным шести показателям Всемирного банка: контроль за коррупцией, эффективность правительства, верховенство права, политическая стабильность, качество государственного регулирования, а также прозрачность демократических институтов и подотчётность государственных чиновников. Этот агрегированный показатель признан авторами таким, что не влияет на финансовую глубину и мобилизацию сбережений, однако значимым для стимулирования кредитной деятельности банков. Таким образом, для того чтобы сделать вывод о влиянии институционального развития в странах ОИС на развитие их финансовых систем, авторы должны были расширить определение развития финансовой системы, добавив к стандартному ресурсному показателю финансовой глубины показатели кредитной активности банков и мобилизации сбережений, то есть показатели активности финансовых посредников.

Исследование институциональных детерминант развития финансовых систем в Африке, проведённое Ч. А. Эменало и др. (*Emenalo, 2018*) на примере 39 африканских стран с колониальным прошлым за 2006–2011 гг., посвящено довольно необычной тематике: практической проверке эффективности современных теорий развития в постколониальных странах, популярных в западной литературе, в объяснении финансового развития таких

стран. В исследовании изучается правомерность четырёх теорий: теории правовых истоков (*legal origins theory*), теории наделения болезнями (*disease endowment theory*), религиозной теории (*religion-based theory*) и теории этнического фракционирования (*ethnic fractionalization theory*).

Теория правовых истоков объясняет формирование институтов в постколониальных странах, правовой традицией связанных с ними стран-колонизаторов. В частности, английские колонии пытались воспроизвести английское общее право, ориентированное на поддержку частной инициативы и рыночных механизмов в экономике, а французские – французское гражданское право, ориентированное на распределение ресурсов через государственные институты. Кроме законодательной традиции, такие правовые истоки также формировали культуру экономических отношений, в частности механизмы обеспечения выполнения контрактов, традиции в отчётности, а также ожидание и широкое понимание населением принципов функционирования закона и государства.

Теория наделения болезнями объясняет формирование институциональной структуры в постколониальных странах пригодностью каждой отдельной страны для жизни колонизаторов. В тех странах, где колонизаторы сталкивались с высокой смертностью, они не селились, а значит, формировали экстрактивные институты, не заботились защитой прав на собственность и допускали поведение чиновников, которое считалось бы недопустимым в метрополии. В странах, пригодных для заселения, устанавливалась институциональная защита прав собственности и противовес возможному произволу государственных функционеров, которые оставались в странах и после колонизации, а следовательно, служили основой для развития лучшей финансовой системы.

Религиозная теория трактует религию как основу мировоззрения, потенциально влекущего существование лучших или худших институтов. В частности, преимущественно католические страны имеют худшую защиту прав кредиторов, чем преимущественно протестантские, а значит, и потенциально – хуже развитый финансовый рынок.

Теория этнического фракционирования видит причины замедлённого развития ключевых для финансовой системы институтов в поляризации населения страны по этническому признаку, ведь подобная поляризация затрудняет создание равных для всех условий, способствует возникновению "кумовства", а следовательно, и неэффективное распределение и использование ресурсов. В качестве зависимой переменной авторы использовали стандартный показатель финансовой глубины и 17 зависимых переменных, отвечающих как описанным теориям (например, принадлежность страны к французской законодательной традиции или католицизму как господствующей религии), так и общеэкономическим предвидением (в частности показателям инфляции, плотности населения, политической стабильности или ВВП / душу населения).

Результаты исследования таковы: все показатели, связанные с приведёнными теориями развития финансовых систем в постколониальных странах, являются статистически незначимыми. Показателями, определёнными статистически значимыми для финансовой глубины, являются контроль за коррупцией (прямо пропорциональная связь), инфляция (обратно пропорциональная связь), плотность населения (прямо пропорцио-

нальная связь). Поскольку эта работа оценивает взаимосвязь развития финансовой системы с качеством институтов, показатель финансовой глубины может быть заменён на другие показатели развития финансовой системы. Так, в случае замены зависимой переменной с количественной (финансовая глубина) на качественные (доля предприятий с проблемами с доступом к финансированию или доля предприятий с открытой кредитной линией), то часть переменных, в частности показатели принадлежности к французской законодательной традиции, этнического фракционирования и уровня заболеваемости, приобретают статистическую значимость. Таким образом, авторы приходят к выводу, что эти показатели, хотя и не влияют на финансовую глубину, всё равно оказывают влияние на развитие финансовой системы. В этом случае для получения вывода о значимости влияния институционального развития на финансовое авторам также пришлось расширить своё первоначальное определение финансового развития.

Эта статья вызывает интерес благодаря своей нетипичности, ведь *теории колониального развития*, получившие распространение в рамках, по словам Д. Ацемоглу, "рассмотрения экономики в комплексе с политикой", часто постулируют интересные идеи, которые, однако, почти не проверяются практическими исследованиями. Результаты этого исследования могут свидетельствовать о причинах такой ситуации, а именно: о некоторой неточности таких теорий, которые слишком концентрируются на политике, а потому являются предметом идеологического воздействия.

Исследование взаимосвязи между качеством институтов и финансовым развитием на примере США, проведённое М. Ханом и др. (Khan, 2019), указывает на ключевую роль институтов во взаимосвязи между развитием финансовой системы и распределением ренты от природных ресурсов. В этой работе критикуется использование финансовой глубины в качестве мерила финансового развития как слишком узкого и сконцентрированного на банковской системе. Такая критика обоснована, как показывает опыт исследований Ч. Эменало и др. (Emenalo, 2018), а также А. Абубакар и С. Кассим (Abubakar, Kassim, 2018). Вместо этого финансовое развитие определяется как функция от качества институтов, ренты от природных ресурсов, капитала, открытости рынка с учётом неопределённости экономической политики и производением ренты от природных ресурсов и качества институтов как отдельной переменной. Качество институтов оценивается с помощью агрегированного методом главных компонент показателя, включающих шесть индексов, рассчитанных по методологии международного руководства по риску (ICRG³), а именно: стабильность правительства (*government stability*), коррупцию (*corruption*), прозрачность демократических институтов (*democratic accountability*), качество государственного регулирования (*bureaucratic quality*), закон и порядок (*law and order*) и инвестиционный профиль (*investment profile*) страны. Метод главных компонент обычно используется для уменьшения количества переменных в регрессии вследствие трансформации набора факторов в один, который бы максимально точно аппроксимировал их совокупное

³ International Country Risk Guide Methodology. The PRS Group, Inc. <https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>

влияние на зависимую переменную. Рента от природных ресурсов учитывается как сумма ренты за нефть, газ, уголь, полезные ископаемые и леса. Экономический рост – через реальный ВВП на душу населения. Авторы пришли к выводу, что влияние развития финансовой системы на экономический рост является сильным в странах с высоким уровнем доходов, причём сила такого воздействия обратно пропорциональна государственному вмешательству в экономику. Сильные институты, включая защиту имущественных прав, являются важной предпосылкой как для экономического роста, так и для финансового развития. Также авторами выявлено, что рента от природных ресурсов негативным образом влияет на развитие финансовой системы при условии недостаточного развития институциональной среды, что является показателем неправильного направления ренты от природных ресурсов. Следует отметить, что в этом исследовании развитие институциональной среды оценивается через сменные, рассчитанные по другой методологии, к тому же показатель "инвестиционный профиль страны" не имеет аналога среди показателей Всемирного банка, причём финансовое развитие включает качество институтов как компонента, а потому вывод об отсутствии взаимосвязи между ними невозможен.

Исследование М. Кляйна и Дж. Оливей (*Klein, Olivei, 2005*) показывает статистически значимую зависимость между либерализацией капитальных счетов и изменениями в финансовой глубине и экономическом росте по кросс-секционной выборке по 95 странам за 1986–1995 гг. За рассматриваемый ими период страны с открытыми капитальными счетами имели более высокий прирост финансовой глубины по сравнению со странами, в которых действовали ограничения на движение капиталов. Однако этот вывод получен за счёт прежде всего развитых стран, тогда как развивающиеся страны не показывали прироста финансовой глубины за счёт либерализации движения капитала. В этом исследовании финансовая глубина определяется с помощью двух показателей: МЗ к ВВП и кредиты банковских и небанковских институтов к ВВП. Состояние контроля за движением капитала определяется с помощью бинарной (фиктивной) переменной, которая приобретает значение 1 в случае отсутствия законодательных ограничений на движение капитала, и 0 – в противном случае. Дополнительно для каждой страны рассчитана доля лет в рассматриваемом периоде, когда ограничений на движение капитала не было, и этот показатель использован вместе с бинарной переменной. Отсутствие эффекта от либерализации движения капитала для развивающихся стран трактуется авторами как аргумент в пользу идеи, что либерализация движения капитала имеет положительное влияние на финансовую глубину лишь при наличии развитых институтов и эффективной макроэкономической политики, наличие которых в развитых странах, однако, авторами не исследуется, а предвидится. Это исследование не оценивает напрямую влияние институционального развития на развитие финансовой системы, даже учитывая тот факт, что финансовая и инвестиционная свобода являются составляющими показателя "качество государственного регулирования", показателей качества государственного управления Всемирного банка. Зато оно предполагает наличие развитой институциональной среды в развитых странах (странах – членах ОЭСР) и показывает взаимосвязь между принадлежностью к развитым

странам и положительным влиянием от либерализации движения капиталов на развитие финансовой системы, которая оценивается через вариацию показателя финансовой глубины.

В исследовании, проведенном Ле и др. (Le, Kim, Lee, 2016), рассматриваются предпосылки развития финансовой системы в Азиатско-Тихоокеанском регионе в 1995–2011 гг. на базе панели данных по 26 странам. Модель включает зависимую переменную с лагом в один период как одного из факторов, и является вариантом использования обобщенного метода моментов. Финансовая глубина определяется авторами как зависимая переменная, а факторами регрессии являются экономический рост, качество институтов и открытость для внешней торговли. Экономический рост рассматривается авторами через логарифм реального ВВП на душу населения (логарифм часто используется для уменьшения разницы в разрядности между переменными), финансовая глубина – через композитный индекс, сформированный на базе логарифмов соотношения ликвидных обязательств к ВВП, соотношение банковского кредита частному сектору к ВВП и доли активов коммерческих банков к сумме активов коммерческих банков и центрального банка методом главных компонент. Качество институтов оценивается через композитный индекс, рассчитанный как среднее арифметическое шести из уже упоминавшихся выше показателей развития, рассчитываемых Всемирным банком. Открытость для внешней торговли оценивается как логарифм соотношения суммы экспорта и импорта к реальному ВВП. Авторы пришли к таким выводам: для развивающихся стран основными драйверами развития финансового сектора являются качество государственного управления и институциональное развитие, а для развитых стран – экономический рост и открытость для внешней торговли.

Исследование институциональных факторов в развитии финансового сектора в субсахарской Африке, проведенное Дж. Анайотосом и Х. Торояном (Anayiotos, Toroyan, 2009) в 2009 году, показывает, что институциональные факторы влияют на финансовую глубину в разных странах по-разному. Это исследование базируется на анализе среды функционирования (*data envelopment analysis*) – методе непараметрической статистики, который в отличие от параметрического подхода не закладывает в модель ожиданий в форме взаимосвязей переменных и позволяет делать выводы о взаимосвязи всех задействованных переменных между собой. В качестве показателей финансового развития это исследование учитывает соотношение банковского кредита к ВВП (как показатель размера финансового сектора), композитный показатель доступности финансовых услуг, доходность капитала и долю неработающих кредитов в общем объеме кредитов (как показатель операционной эффективности). Как показатели развития институциональной среды используются индекс глубины кредитной информации и показатель легальных прав заемщиков из рейтинга *Doing Business*, и показатели политической стабильности и контроля за коррупцией из материалов Всемирного банка. Всего было исследовано 37 стран, из них в шести странах влияние институциональных факторов определено как сильное, в девяти – умеренное, у остальных – слабое. Институциональные факторы определены более или менее одинаково весомыми в своем влиянии на развитие финансового сектора, однако среди

финансовых факторов доходность и оперативная эффективность (ROE и NPL) характеризовали развитие финансового сектора в большей степени, чем финансовая глубина и доступ к финансовым ресурсам. Таким образом, институциональные реформы в большей степени должны влиять на финансовую глубину и доступ к финансовым ресурсам.

Анализ имеющейся литературы, посвящённой взаимосвязи институциональной среды с уровнем развития финансовой системы, позволяет сделать ряд **выводов**. В частности, большинство подходов, используемых для анализа взаимосвязи развития институциональной среды на развитие финансового сектора, базируются на гипотезе или функциональной форме, не имеющих основы теоретической модели. В основном, базисом таких моделей являются общие предсказания, что развитие институтов должно положительно влиять на развитие финансовой системы. Отбор переменных для модели очевидно основывается на доступных в открытых источниках данных, в частности, индексах государственного управления, публикуемых Всемирным банком. Иногда, в случае, когда предполагаемая взаимосвязь не существует в модели, авторы всё равно делают вывод о его существовании де-факто и дают рекомендации о необходимости осуществления регуляторных мер для увеличения статистически незначимой переменной с очевидным ожиданием, что приведёт к приобретению статистической значимости (например, см. исследование Кляйна и Оливей (*Klein, Olivei, 2005*). В других случаях вопрос определяет направление взаимосвязи (в частности исследование Хана и др. (*Khan, Khan, Zuojun, 2020*)), в том числе негативное влияние прозрачности демократических институтов на финансовое развитие. Конечно, возможна ситуация, когда некоторая непрозрачность в функционировании демократических институтов в стране позволяет заметно расширить объёмы банковского кредитования (которое рассматривается как показатель развития финансовой системы) в виде взяточничества или лоббирования, ведь речь идёт об эмерджентных странах со слабыми институтами, но рассмотренное исследование не содержит данных, которые могли бы поддержать такую гипотезу, а само объяснение такой зафиксированной связи опускается.

Относительно показателей, используемых в рассмотренных исследованиях, можно констатировать, что развитие институциональной среды оценивается почти исключительно через индикаторы, рассчитываемые Всемирным банком. Иногда опускается часть из них, иногда они агрегируются в один, но в той или иной форме они присутствуют почти во всех исследованиях. В отдельных случаях к ним также добавляются показатели из рейтинга *Doing Business* или показатели институционального развития, рассчитанные по методологии *ICRG*. Следовательно, институциональная среда оценивается по де-факто экспертному методу по данным агрегированных опросов об ожиданиях. Альтернативных показателей, которые были бы доступны в открытых источниках, пока нет, а именно доступность данных является одним из основных ограничительных факторов при проведении подобных исследований. Развитие финансовой системы в большинстве исследованных случаев оценивается с помощью одного из стандартных показателей финансовой глубины, в частности доли банковского кредитования в ВВП или коэффициен-

та монетизации. Этих показателей часто недостаточно для констатации чёткой взаимосвязи между институциональным развитием и развитием финансовой системы, а потому авторы вынуждены учитывать дополнительные факторы, которые характеризуют не только потенциальный объём финансовых ресурсов, но и доступ к ним потенциальных реципиентов, в частности долю предприятий с банковским кредитом или с открытой кредитной линией. Исследование Анайотоса и Торояна (2009) также предлагает дополнительно учитывать доходность и операционную эффективность финансового сектора, что является наиболее полным подходом к оценке развития финансового сектора в рассмотренных исследованиях, но и наиболее сложным для понимания.

Что касается взаимосвязи развития финансового сектора с уровнем институционального развития, то можно констатировать следующее:

1) в развивающихся и в развитых странах на развитие финансовой системы влияет разный набор факторов: у первых основными факторами являются контроль за коррупцией, качество государственного регулирования и законодательства, а у вторых – открытость внешней торговле, либерализация движения капитала и экономический рост;

2) либерализация движения капитала не приводит к значительному росту или развитию финансовой системы в развивающихся странах;

3) рента от природных ресурсов оказывает негативное влияние на финансовое развитие при отсутствии сильных институтов;

4) уровень развития институтов, оценённый по методологии Всемирного банка, является значимым для развития финансовой системы, причём чем менее развита страна, тем больше ожидаемое влияние;

5) влияние уровня институционального развития на развитие финансовой системы часто оказывается не (или не только) через показатель финансовой глубины, но через другие показатели развития финансовой системы.

Перспективными направлениями исследования остаются оценка влияния институционального развития на развитие финансовой системы с использованием расширенных дефиниций. Так, очевидна недостаточность стандартных показателей финансовой глубины (коэффициента монетизации или доли банковских кредитов нефинансовым корпорациям) как показатель развития финансовой системы, ведь финансовая глубина характеризует лишь её потенциальный ресурсный потенциал. Целесообразно дополнительное включение параметров, которые характеризовали бы активность финансовых посредников (например, доля предприятий в стране с открытыми кредитными линиями), эффективность деятельности финансовых посредников (например, доля проблемных кредитов в активах банков), а также учёт составляющих финансовой глубины, которые не связаны напрямую с банковским сектором (например, капитализация фондового рынка к ВВП или доли активов небанковского сектора к ВВП). Конечно, как видно из обработанных источников, каждый из приведённых показателей развития финансовой системы будет по-разному реагировать на изменения в институциональной среде, а потому целесообразно агрегировать показатели финансового развития в один комплексный показатель, например, методом главных компонент.

Другим перспективным направлением исследования взаимосвязи институционального и финансового развития является его исследование методом анализа среды функционирования на базе более широкой статистической выборки с фокусом на странах Европы, Азии и Америки, а также в разрезе их уровня дохода, который может считаться показателем их развития. Очевидно, что в более или менее развитых странах такая связь проявляется по-разному, а потому и значимые выводы должны существовать как минимум с учётом этой специфики.

Литература

1. Бублик Є. О. (2018). Структурно-функціональна деформація фінансового сектора в економіці України. *Економіка і прогнозування*. № 2. С. 48–61. <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048>
2. Власенко М. О. (2012). Методичні підходи до дослідження розвитку фінансового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*. № 12. С. 54–59.
3. Козюк В. В. (2019). Фінансова глибина: легше потонути, ніж пояснити. *Дзеркало тижня*. № 45. URL: https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasniti-330610_.html
4. Abubakar A., Kassim S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*. Vol. 20. No. 4. P. 410–424. <https://doi.org/10.1504/GBER.2018.092754>
5. Anayiotos G., Toroyan H. (2009). Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *IMF working paper WP/ 09/258*. <https://doi.org/10.5089/9781451874044.001>
6. Appiah M., Li F., Frowne D. (2020). Financial Development, Institutional Quality and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries. *Organizations and Markets in Emerging Economies*. Vol. 11. № 1(21). P. 6–17. <https://doi.org/10.15388/omee.2020.11.20>
7. Emenalo C., Gagliardi F., Hodgson G. (2018). Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*, 14: 2. P. 345–372. <https://doi.org/10.1017/S1744137417000042>
8. Khan H., Khan S., Zuojun F. (2020). Institutional Quality and Financial Development: Evidence from Developing and Emerging Economies. *Global Business Review*. P. 1–13. <https://doi.org/10.1177/0972150919892366>
9. Khan M., Abdulahi M., Liaqat I. et al. (2019). Institutional quality and financial development: The United States perspective. *Journal of Multinational Financial Management*. № 49. P. 67–80. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.001>
10. Klein M., Olivei G. (2005). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *NBER working paper series*, №7384. <https://doi.org/10.3386/w11112>
11. Le T.-H., Kim J., Lee M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: an empirical investigation. *Emerging markets finance and trade*. Vol. 52. Iss. 5. P. 1047–1059. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1103138>
12. Levine R. (1997). Financial Development And Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. Vol. 35. No. 2. P. 688–727.
13. Saleem A., Sági J., Setiawan B. (2021). Islamic Financial Depth, Financial Intermediation, and Sustainable Economic Growth: ARDL Approach. *Economies*, 9 (2), 49. URL: <https://doi.org/10.3390/economies9020049>

Поступление в редакцию 18 августа 2021

Прорецензировано 28 августа 2021

Подписано в печать 30 сентября 2021

References

1. Bublyk, Y. O. (2018). Structural and functional deformation of financial sector in Ukraine's economy. *Ekon. prognozuvannâ – Economy and forecasting*, 2, 48-61. <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048> [in Ukrainian].

2. Vlasenko, M. O. (2012). Methodical approaches to researching financial market development. *Investicii: praktyka ta dosvid – Investments: practice and experience*, 12, 54-59 [in Ukrainian].
3. Kozyuk, V. V. (2019). Financial depth: it is easier to drown than to explain. *Dzerkalo Tyzhnia – Mirror Weekly*, 45. Retrieved from <https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasniti-330610.html> [in Ukrainian].
4. Abubakar, A., Kassim, S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*, 20, 4, 410-424. <https://doi.org/10.1504/GBER.2018.092754>
5. Anayiotos, G., Toroyan, H. (2009). Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *IMF working paper WP/ 09/258*. <https://doi.org/10.5089/9781451874044.001>
6. Appiah, M., Li, F., Frowne, D. (2020) Financial Development, Institutional Quality and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 11, 1(21), 6-17. <https://doi.org/10.15388/omee.2020.11.20>
7. Emenalo, C., Gagliardi, F., Hodgson, G. (2018). Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*, 14: 2, 345-372. <https://doi.org/10.1017/S1744137417000042>
8. Khan, H., Khan, S., Zuojun, F. (2020). Institutional Quality and Financial Development: Evidence from Developing and Emerging Economies. *Global Business Review*, 1-13. <https://doi.org/10.1177/0972150919892366>
9. Khan, M., Abdulahi, M., Liaqat I. et al. (2019) Institutional quality and financial development: The United States perspective. *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 67-80. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.001>
10. Klein, M., Olivei, G. (2005). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *NBER working paper series*, 384. <https://doi.org/10.3386/w11112>
11. Le, T.-H., Kim, J., Lee, M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: an empirical investigation. *Emerging markets finance and trade*, 52, 5, 1047-1059. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1103138>
12. Levine, R. (1997) Financial Development And Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 2, 688-727.
13. Saleem, A., Sági, J., Setiawan, B. (2021). Islamic Financial Depth, Financial Intermediation, and Sustainable Economic Growth: ARDL Approach. *Economies*, 9 (2), 49. <https://doi.org/10.3390/economies9020049>

Received August 18, 2021

Reviewed August 28, 2021

Signed for printing on September 30, 2021