

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

Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А., Давыдов И.С.

**Исследование детерминант финансового развития
в Российской Федерации**

Москва 2020

Аннотация. В работе исследуются проблемы определения основных факторов (детерминант) финансового развития, а также выявления характера влияния этих факторов на уровень финансового развития. На основе анализа литературы, касающейся эмпирических исследований влияния показателей различной природы на характеристики финансового развития, а также теоретических концепций, описывающих детерминанты финансового развития, мы сформировали большой список таких детерминантов и разделили его на группы. Далее в рамках каждой группы мы провели регрессионный анализ влияния детерминант на уровень финансового развития, используя межстрановую панель данных, в разбивке на группы стран по уровню дохода. В качестве экзогенной переменной был впервые использован Индекс финансового развития, рассчитываемый МВФ, как наилучшая характеристика финансового развития, включающая различные аспекты этого развития. На основе проведенного анализа были выявлены наиболее значимые (в рамках соответствующих групп) детерминанты финансового развития. Применяя полученные результаты к российским условиям, мы учли наличие ряда особенностей российской экономики и российского финансового сектора, в целом отрицательно влияющих на финансовое развитие.

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

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 2019 год.

Содержание

Введение.....	5
Глава 1. Анализ и обобщение результатов дискуссии о детерминантах финансового развития в мировой литературе.....	6
1.1. Что такое финансовое развитие.....	6
1.2. Концепции факторов (детерминант) финансового развития в мировой литературе	7
1.2.1 Концепции «право и финансы» и «политическая система и финансы»: поиски главного фактора финансового развития.....	7
1.2.2 Переход к гипотезе о наличии комплекса факторов финансового развития.....	11
1.2.3 Влияние отдельных факторов на финансовое развитие.....	14
1.2.4 Противоположный подход: что мешает финансовому развитию?.....	20
1.3. О подходах к построению комплексной модели взаимосвязей финансового сектора	21
Глава 2. Классификация детерминант финансового развития.....	24
2.1. Основные группы детерминант финансового развития.....	24
2.2. Детерминанты финансового развития, по группам факторов.....	25
2.2.1 Группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод.....	25
2.2.2 Группа социокультурных факторов.....	26
2.2.3 Группа демографических факторов и показателей развития человеческого капитала.....	28
2.2.4 Группа показателей открытости.....	29
2.2.5 Группа макроэкономических и структурных факторов.....	30
2.2.6 Группа факторов, описывающих размер государства и его присутствие на финансовом рынке.....	30
2.2.7 Группа природно-географических факторов и определяемая ими специализация экономики.....	31
2.2.8 Качество финансового регулирования, как детерминанта финансового развития	31
2.2.9 Правовая система, как детерминанта финансового развития.....	33
2.2.10 Уровень развитости национальной экономики.....	33
2.3. Разделение детерминант финансового развития на «естественные» факторы и на факторы, являющиеся результатами государственной политики.....	34
Глава 3. Основные результаты межстранового регрессионного анализа влияния детерминант финансового развития на уровень финансового развития.....	36
3.1. Методические замечания: использование межстранового анализа для выделения наиболее важных детерминант финансового развития в рамках групп факторов и выбор интегрального показателя финансового развития.....	36

3.2. Содержательные результаты регрессионного анализа.....	40
Глава 4. Применение выводов межстранового анализа к российским условиям финансового развития.....	46
4.1. Определение влияния детерминант финансового развития на уровень финансового развития в России и выделение роли государства.....	46
4.2. Предложения по установлению ключевых показателей эффективности для повышения адекватности оценки результатов финансового развития.....	52
Список использованных источников.....	56

Введение

Вопрос о детерминантах финансового развития (факторах, предопределяющих финансовое развитие) вставал перед исследователями практически в каждом труде, касающемся проблем функционирования финансового сектора, как подсистемы национального народного хозяйства. Однако долгое время он оставался на периферии научной дискуссии, и начал активно обсуждаться в самом конце XX века. Данный вопрос поднимался в рамках классификации типов финансовых систем, традиционно исходившей из предположения о наличии, по крайней мере, двух основных типов – «англо-саксонской» и «германской». Именно поэтому изначально в качестве факторов, предопределяющих финансовое развитие, были предложены факторы, описывающие качество правовой системы с точки зрения эффективности защиты инвесторов и типы правовых систем (концепция «право и финансы»).

Впоследствии было предложено достаточно много вариантов набора факторов, предопределяющих финансовое развитие. Однако в мировой экономической литературе пока не существует обоснованных классификаций детерминант финансового развития. Отсутствует консенсус по вопросу о том, какие из предложенных ранее детерминант оказывают наибольшее влияние на развитие финансового сектора. Вопрос о детерминантах финансового развития в Российской Федерации стал подниматься только в последние годы, но предложенные решения этого вопроса, как представляется, крайне неудачны и не учитывают специфики российских экономических отношений. Вследствие этого деятельность государственных органов, разрабатывающих государственную политику по развитию финансового сектора Российской Федерации, оказалась фактически лишенной научных оснований.

Все это предопределяет высокую актуальность исследований детерминант финансового развития - как в мире, так и в Российской Федерации, включая исследования природы их влияния на уровень финансового развития. Настоящая работа преследует цель восполнить часть пробелов в данной области.

Как представляется, данная работа будет способствовать повышению научной обоснованности программ стратегического развития финансового сектора за счет более четкого понимания природы факторов, предопределяющих финансовое развитие, и оптимизации мер, применяемых в рамках государственной политики, с точки зрения их влияния на ключевые параметры финансового развития.

Глава 1. Анализ и обобщение результатов дискуссии о детерминантах финансового развития в мировой литературе

1.1. Что такое финансовое развитие

Понятие «финансовое развитие» исключительно активно используется в научных исследованиях и в концептуальных докладах в последние 20 – 25 лет. Консенсусный вариант определения понятия «финансовое развитие» был сформулирован в докладе Всемирного банка «Доклад о глобальном финансовом развитии». «Концептуально, финансовое развитие - это процесс снижения затрат на получение информации, обеспечение выполнения контрактов и совершение транзакций. Эмпирически измерение финансового развития напрямую является сложной задачей. Применяемый в настоящее время подход предполагает использование для такого измерения комплекса из четырех характеристик (глубина, доступность, эффективность и стабильность), применяемых в отношении финансовых учреждений и в отношении финансовых рынков («структура 4х2»)» [1, Р. XVII].

Другой, более простой подход к понятию «финансовое развитие» - это отнесение понятия «развитие» к финансовому сектору, как части народно-хозяйственного комплекса, т.е. под финансовым развитием в упрощенном варианте понимается развитие национального финансового сектора. Такой подход имеет право на существование, однако при этом необходимо учитывать, что для соответствия с вышеприведенным определением Всемирного банка финансовый сектор должен рассматриваться не сам по себе, а как подсистема более сложной национальной социально-экономической системы, с учетом тех функций, которые финансовый сектор в этой системе выполняет.

В течение почти ста лет, вплоть до начала переосмысления результатов кризиса 2007 – 2009 годов, под финансовым развитием понималось в основном увеличение емкости финансового сектора, т.е. рост финансовой глубины. Кризис показал, что существует избыточное увеличение финансовой глубины, т.е. такое увеличение емкости финансового сектора, при котором он начинает отрицательно влиять на социально-экономическое развитие, что и было зафиксировано в работе [2], в которой впервые был сформулирован эффект избыточности финансов. Естественно, что отрицательное влияние на экономику не позволяет далее считать рост емкости финансового сектора его развитием. Были предприняты поиски новых ресурсов для позитивного влияния финансового сектора на

социально-экономическую систему, т.е. поиски дополнительных факторов финансового развития.

В результате этих исследований такие факторы были найдены, и в работах [3] и [4] финансовое развитие отождествлялось уже не только с ростом глубины, но и с ростом финансовой доступности, повышением эффективности финансового сектора и обеспечением его стабильности. Применяя данные оценки к финансовым институтам и к финансовым рынкам, исследователи, как уже отмечалось выше, в использовании оценок финансового развития перешли к матрице характеристик финансовой системы размером 4x2. Данная матрица легла в основу Глобальной базы данных финансового развития (Global Financial Development Database – GFDD) Всемирного банка.

Аналогичный подход реализован в работе [5], отличающийся от первого подхода отсутствием отдельной группы показателей финансовой стабильности, что привело к формированию матрицы показателей финансового развития 3x2. 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 [6].

1.2. Концепции факторов (детерминант) финансового развития в мировой литературе

1.2.1 Концепции «право и финансы» и «политическая система и финансы»: поиски главного фактора финансового развития

Концепция «право и финансы» сформировалась в работах Рафаэля Ла Порты, Флоренсио Лопеза-де-Силанеза, Андрея Шлейфера и Роберта Вишны в основном в их работах конца 1990-х годов. Исследователи задавались вопросом, в каких странах финансовые рынки «лучше развиты» и почему. Они доказали, что значимость фондового рынка для экономического развития прямо зависит от уровня защиты прав инвесторов [7]. Уровень защиты интересов инвесторов положительно влияет на финансовую глубину национального рынка, на количество котируемых компаний, на объем инвестиций, перераспределяемых через этот рынок, а также на его устойчивость [8], на размер рыночной стоимости корпораций, способствуя росту национального богатства. Чем лучше уровень защиты прав инвесторов, с тем большей готовностью они финансируют корпорации данной страны [9, Р. 3, 17].

В целом в период 1998 – 2003 гг. в мировой экономической литературе вопрос защиты прав и законных интересов инвесторов на фондовых рынках рассматривался

исключительно интенсивно, при этом все больше внимания уделялось качеству правовых институтов. Модильяни и Перотти сформулировали вывод о том, что правовые институты определяют степень финансового развития и финансовую структуру страны. Они указывают, что рыночные системы процветают в условиях сильных институтов [10]. В работе [11] было эмпирически доказано, что более высокое качество законодательства, надлежащая правовая защита потребителей финансовых услуг увеличивают предложение финансовых услуг частным потребителям таких услуг.

Таким образом, все вышеприведенные работы исходили из предположения, что главным фактором, предопределяющим развитие финансовых рынков, является качество правовой системы. Поэтому данная группа работ впоследствии была охарактеризована как концепция «право и финансы».

Следует отметить, что данная концепция, в период своего становления особое внимание уделявшая различиям в национальных системах права, впоследствии все большее внимание уделяет уровню защиты прав инвесторов вне явной связи с характеристиками функционирующей в той или иной стране системы права. Примером в данном случае может служить работа Ла Порты, Лопеза-де-Силанеза и Шлейфера 2006 года [12], в которой 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. 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.

Следует признать, что вывод о ценности эффективной системы раскрытия информации 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, спорно.

Концепция «право и финансы» подверглась активной и в значительной мере обоснованной критике. Рагхурам Раджан и Луиджи Зингалес указали, что система права (правовая система) является слишком постоянным (неизменным во времени) фактором, чтобы объяснить изменения в финансовом развитии, которые, как показала история, особенно история 20-го века, происходят в течение значительно более коротких промежутков времени. Приводя пример уровня развития различных стран в 1913 году, они

опровергают тезис приверженцев концепции «право и финансы» о том, что страны с общим правом характеризуются более высоким уровнем финансового развития [13, Р. 7].

Отвергая фактор правовой системы как главную детерминанту финансового развития, Раджан и Зингалес предложили в этом качестве другой фактор - политическую систему, которая либо препятствует развитию финансовых рынков, либо стимулирует их развитие, в том числе опережающее развитие по отношению к реальному сектору. Они сформулировали теоретическую гипотезу о влиянии групп интересов на финансовое развитие. Данная гипотеза исходит из предположения о том, что при наличии политической власти у той или иной группы лиц, реализующих различные модели частных интересов, в результате складываются принципиально разные уровни спроса на институты финансового рынка. Уровень данного спроса и предопределяет уровень финансового развития [13, Р. 17 - 23]. В своей работе они сформулировали принципиальное отличие либеральной модели капитализма от модели «капитализма связей». Как представляется, указывая на это принципиальное различие, авторы опосредованно сформулировали условия развития, которые отличают ситуацию опережающего количественного и качественного развития финансового сектора от ситуации стагнации финансового сектора и подавления его развития.

Данная гипотеза, как представляется, чрезвычайно актуальна для современной российской ситуации, в рамках которой мы в настоящее время наблюдаем стагнацию финансового сектора.

Сформулировав концепцию «политическая система и финансы» вместо концепции «право и финансы», Раджан и Зингалес фактически предложили на замену правовой системе, как главному фактору финансового развития, более фундаментальный фактор, предопределяющий, в том числе, эффективность применения существующей в той или иной стране системы права. В своей более ранней работе они подчеркивают, что рассмотрение защиты инвесторов как функции, опирающейся только на законодательство и на правоприменение, недостаточно и неточно. Адекватность политической структуры может обеспечить защиту интересов инвесторов не только от лиц, рассматриваемых действующим законодательством в качестве нарушителей и поэтому подавляемых в рамках правоприменения, но и от действий государства, в случае, если частные интересы властной элиты идут в разрез с интересами развития финансового сектора, как важнейшего элемента общественного развития. Именно поэтому политическая структура, по мнению авторов, является тем фундаментальным фактором, который предопределяет финансовое развитие [14].

Концепция «политическая система и финансы» в целом продолжает традицию поиска если не единственного, то, по крайней мере, главного фактора финансового развития. В период 1997 – 2005 гг. дискуссии о детерминантах финансового развития исходили из предположения о наличии такого основного фактора, предопределяющего финансовое развитие. Но вместе с тем, указывая лишь на один обобщенный фактор развития финансового сектора, Раджан и Зингалес в реальности фактически отходят от предположения о единственности главного фактора финансового развития. Говоря о влиянии политической системы на финансовое развитие, они в реальности опосредованно подразумевают целую группу факторов, предопределяющих интенсивность развития финансового сектора. Среди факторов, опосредующих влияние политической структуры на финансовое развитие, указывались открытость экономики, снижение роли государства в экономике, уровень конкуренции или демополизация экономики (предполагающая ликвидацию или ограничение власти как государственных, так и частных монополий, включая монополии олигархического характера, т.е. предполагающих тесную связь отдельных крупных частных капиталов с государством).

Идеологически предельно близким к концепции «политическая система и финансы», на наш взгляд, является междисциплинарная концепция «режимов доступа» Норта-Уоллиса-Вейнгаста. Данное направление исследовало различие так называемых систем доступа: систем ограниченного доступа и систем открытого (свободного) доступа, и поэтому данное направление получило наименование «концепция порядков доступа». Заложенный в этой концепции подход предполагает, что конечной целью трансформации режимов доступа должен стать постепенный (по мере созревания предпосылок) переход от систем ограниченного доступа к системам открытого (свободного) доступа. В работе 2005 года сторонники концепции «политическая система и финансы» пришли к близким выводам: существуют открытые и закрытые политические системы, и при этом открытые системы лучше влияют на финансовое развитие, так как закрытые неэффективно распределяют ресурсы (в силу значительности финансирования проектов политических элит) [15, р. 211-252]. Модель либерального капитализма Раджана-Зингалеса максимально близка к описанию системы открытого (свободного) доступа, данного в концепции Норта-Уоллиса-Вейнгаста [16].

Мы уже отмечали в работе [17] определенную схожесть концепции «политическая система и финансы», концепции «режимов доступа» и концепции инклюзивных финансов, как части концепции инклюзивного роста. Все три концепции «в качестве конечной цели рассматривает вопрос о переходе от экономики (роста) для элит к экономике (росту) для всех» [17]. Но прибавление к концепции «политическая система и финансы» родственной

ей концепции «порядков доступа» не решает проблему индикаторов, на основе которых можно было бы оценить принадлежность той или иной страны к тому или иному типу капитализма, или к тому или иному типу порядка доступа. Это такая же теоретическая концепция, и проблема формирования перечня соответствующих индикаторов, позволяющих сформировать описание детерминант финансового развития, соответствующих представлениям данных концепций, остается.

Вместе с тем существуют многочисленные эмпирические подтверждения значимости политической системы для финансового развития. Данные из широких межстрановых выборок показывают, что страны с авторитарными политическими режимами с большей вероятностью будут иметь ограничительное регулирование и высокие входные барьеры в банковские системы [18]. В то же время наиболее надежный предиктор долгосрочного финансового развития (в отличие от краткосрочных колебаний) - политическая ответственность [19].

Противопоставление этих двух подходов (тенденция к ограничительному регулированию, с одной стороны, и ответственность и подконтрольность обществу политических элит, с другой стороны) согласуется с историческим анализом, проведенным в работе [20]. Данный анализ показывает (на основе выборки из группы стран за период 1880–1997 гг.), что наличие больших ограничений на политическую власть и стабильность политических режимов в явном виде способствует финансовому развитию.

Страны с кэптивными политическими институтами сильнее страдают от финансовой нестабильности [21]. Политическая среда весьма важна для эффективности финансовой либерализации, которая, скорее всего, приведет к нестабильности в странах, где действуют кэптивные политические институты [22].

Кроме двух самых первых конкурирующих концепций, существуют еще несколько концепций, которые пытались найти «главный» фактор финансового развития. К числу таких концепций следует отнести:

- гипотезу влияния исторических факторов на финансовое развитие, сформулированную Монне и Квентином в [23], а затем, отчасти поддержанную Торре и соавторами в [24];

- гипотезу влияния социокультурных факторов на финансовое развитие, системно обоснованную Луиджи Зингалесом и Паолой Сапиенцей в работах [25], [26], [27].

1.2.2 Переход к гипотезе о наличии комплекса факторов финансового развития

Концепция «политическая система и финансы», оставаясь в традиции поиска главного фактора финансового развития, тем не менее, стала переходом к новой стадии

исследования факторов финансового развития, в которой на смену поиску основного фактора пришел поиск комплекса факторов, предопределяющих финансовое развитие.

В середине 2000-х годов к экономистам, исследующим детерминанты финансового развития, приходит понимание, что финансовое развитие предопределяется, скорее, комплексом групп факторов (детерминант), нежели одним фактором или даже одной группой факторов. Работы конца 2000-х и 2010-х годов, в которых исследуются детерминанты финансового развития, все чаще касаются нескольких групп факторов, в них авторы пытаются разобраться в сложном влиянии различных, иногда противоречивых факторов, на финансовое развитие. В работе [28] Торстен Бэк подробно исследует, по крайней мере, два фактора, предопределяющих финансовое развитие – политическую структуру и право. Выбор именно этих двух факторов, как представляется, был предопределен наибольшим развитием в области финансово-экономической мысли соответствующих концепций – концепции «правовая система и финансы» и концепции «политическая система и финансы».

Автор утверждает, что политическая структура является важнейшим фактором, лежащим в основе финансового развития. Страны мира существенно различаются по существующим политическим режимам, и это оказывает значимое воздействие на финансовое развитие. Он задается вопросом - как и почему некоторые страны развивают необходимые правовые и регулирующие структуры для поддержки рыночных финансовых систем, в то время как другие нет? Почему в некоторых странах есть политические структуры, которые способствуют финансовому развитию (и защите прав собственности, в более широком смысле), а в других нет? [28, Р. 186].

Позиция правительства как стороны (финансовых) контрактов и, одновременно, как арбитра тех же контрактов создает конфликт интересов и делает актуальной теорему Коуза, утверждающую, что распределение и эффективность могут и должны быть определены независимо друг от друга [21]. Таким образом, основным условием процветания финансовых рынков являются ограничения на политическую власть и защита индивидуальных прав собственности от экспроприации через другие частные стороны и через правительство (в широком смысле).

В этом контексте важно подчеркнуть, что права собственности должны быть для всех, а не только для элиты. Авторитарные режимы не любят независимых и конкурентоспособных финансовых систем, потому что они боятся, что эти системы могут финансировать их противников. С другой стороны, финансовая система может служить источником ренты для правящей элиты, что особенно характерно для ресурсной экономики.

Концепции комплексного, мультифакторного влияния на финансовое развитие в настоящее время преобладают среди всех концепций такого рода. Признавая, что на финансовое развитие влияет многие факторы, авторы этих концепций предлагают самые разнообразные комбинации этих факторов.

В работе [29] предложен следующий перечень детерминант финансового развития: низкая инфляция, сильные и эффективные правовые системы, следование общепринятым стандартам финансовой отчетности и аудита, надежная регистрация кредитных обязательств. В работе [30] были определены следующие детерминанты развития финансового сектора: открытость торговли; уровень человеческого капитала; реальный ВВП на душу населения и государственные расходы. В работе [31] были предложены следующие наиболее значимые детерминанты финансового развития: уровень экономического развития; размера правительства; открытость торговли и финансовая открытость.

Уже существуют и попытки классификации факторов финансового развития. Первая попытка сформировать формализованный комплекс детерминант финансового развития была предпринята в докладе ОЭСР [32, Р. 221 – 227]. Анализируя государственные политики финансового развития, авторы доклада отмечают, что национальные правительства учатся на прошлом опыте, чтобы преодолеть проблемы, сдерживающие развитие финансовых секторов. При этом были выделены новые подходы к обеспечению финансового развития, которые включают пять ключевых элементов:

- обеспечение макроэкономической стабильности;
- стимулирование конкуренции;
- обеспечение прав заемщиков, кредиторов и акционеров;
- прозрачность и облегчение получения потока информации;
- контроль принятия рисков участниками финансового рынка.

В работе российских авторов [33] также сделана попытка классификации детерминант финансового развития, которые были предложены в более ранних работах. Авторы выделили 4 группы детерминант финансового развития: макроэкономические факторы; отдельные характеристики собственно финансового развития; институциональные факторы; демографические факторы.

В работе [30] были исследованы на основе данных за 1980–2015 гг. детерминанты развития финансового сектора в 46 африканских странах. Результаты исследования показывают несколько таких детерминант, значимо влияющих на финансовое развитие: открытость торговли (которая, впрочем, чувствительна к спецификации модели); реальный

ВВП на душу населения и государственные расходы положительно и значимо связаны с финансовым развитием.

В работе [31] были исследовано влияние ряда экономических факторов на уровень финансового развития. Было установлено, что взаимосвязь между экономикой и финансовым развитием зависит от уровня экономического и финансового развития экономики, размера правительства, открытости торговли и финансовой открытости. Вместе с тем влияние открытости торговли на финансовое развитие варьируется в зависимости от уровня дохода. Экономики с доходами выше среднего демонстрируют явную положительную связь открытости торговли с финансовым развитием. Умеренный уровень открытости торговли выгоден для экономик с доходами ниже среднего, в то время как высокая открытость вызывает отрицательное влияние на финансовое развитие.

1.2.3 Влияние отдельных факторов на финансовое развитие

Далеко не все исследования детерминант финансового развития в настоящее время проходят в русле представлений о комплексном влиянии факторов различной природы на финансовое развитие. Многие эмпирические исследования тестируют влияние на финансовое развитие отдельных факторов, не рассматриваемых в качестве «главных» факторов финансового развития.

Вопрос влияния религии на экономические отношения в целом и на финансовый сектор, в частности, весьма неоднозначный, многие авторы решали его прямо противоположным образом. Например, авторы работы [34] считают, что наряду с культурными и национальными факторами религиозные факторы оказывают существенное влияние на финансовое развитие. Они указывают на то, что католические и мусульманские страны отличаются более значимым развитием систем поддержания контроля власти, ограничения конкуренции и частных прав, что негативно влияет на финансовое развитие. С другой стороны, авторы работы [35] не находят надежной и последовательной связи между основной религией страны и финансовым развитием. Таким образом, существующие результаты о взаимосвязи между финансовым развитием и религией неоднозначны.

Многие работы рассматривают открытость в качестве детерминанты финансового развития. При этом открытость анализируется в различных формах.

Во-первых, существует понятие торговой открытости, предполагающее, что уровень барьеров в трансграничном перемещении товаров и услуг минимален или вообще отсутствует применительно к той или иной стране. Понимаемая таким образом открытость национальной экономики называется Раджаном и Зингалесом важным фактором экономического развития [13]. Во-вторых, инвестиционная открытость, т.е. минимальные барьеры на приток и отток капиталов всех видов. В-третьих, важным элементом открытости

является либеральный режим капитальных операций [13]. Безусловно, существуют еще многие другие элементы открытости национальной экономики, но на финансовое развитие оказывают наибольшее влияние именно эти три элемента открытости.

Открытость является дополнительным фактором конкуренции в финансовом секторе [36], что приводит к тому, что банковские услуги предоставляются в большем объеме, большем разнообразии и по более низкой стоимости, что создает дополнительные стимулы для финансово-зависимых компаний прибегать к услугам банка, и как следствие иметь возможность к более высокому темпу роста [37].

В работе [38] было показано, что открытость является важнейшим фактором, обеспечивающим реализацию беспроигрышных стратегий развития финансового сектора. Авторы пришли к выводу, что увеличение доступа иностранных банков на национальный банковский сектор является важным фактором, предотвращающим снижение конкуренции по мере консолидации национального банковского сектора. Консолидация традиционно ведет к повышению устойчивости банковской системы, но с одновременным снижением конкуренции в ней, что негативно сказывается на ее эффективности и качестве обслуживания клиентов. Поэтому расширение допуска иностранных банков (являющееся одним из проявления политики открытости) купирует негативные последствия консолидации, обеспечивая win-win эффект.

Клэссенс и Лавен [39] обнаружили, что системы с большим количеством иностранных банков и отсутствие ограничений на вход и ведение банковской деятельности имеют более высокий показатель конкурентоспособности.

Интерес к демографическим факторам, как возможным детерминантам финансового развития, существенно вырос в последнее время в связи с процессами старения населения в развитых странах, и соответствующих проблемах, встающих перед пенсионными фондами, оказывающими значительное влияние на функционирование финансовых рынков. В последнее время объемы пенсионных инвестиционных фондов значительно выросли, из-за старения населения и сомнений в качестве западных пенсионных фондов.

В работе [40] исследуется влияние объема активов пенсионных фондов, инвестированных в ценные бумаги, на развитие фондового рынка в 13 европейских странах в промежутке с 1990 до 2014 года. Результаты различаются в зависимости от стран и пенсионной системы, но, тем не менее, было найдено прямое влияние пенсионных фондов на развитие фондового рынка. Также во время увеличения населения влияние пенсионных фондов усиливалось.

Пенсионные фонды в качестве институциональных инвесторов имеют большое влияние на фондовый рынок. Экономическая литература говорит о том, что пенсионные

фонды способствуют финансовому развитию и более эффективным инвестициям [41], [42], стимулируют частные и национальные сбережения [43]. Есть и крайняя точка зрения, что финансовые рынки напрямую зависят от пенсионных фондов и что в некоторых странах от деятельности пенсионных фондов зависит динамика всего финансового рынка [44].

Понимание природы влияния пенсионных фондов на рынок ценных бумаг важно с теоретической и практической точки зрения. Уолкер и Лефорт [45] нашли положительную зависимость между пенсионными реформами, которые улучшали качество пенсионных фондов, и развитием фондового рынка. В работе [46] найдена корреляция между капитализацией фондового рынка и размеров рынка пенсионных фондов. В работе [41] было найдено, что пенсионные активы увеличивают капитализацию фондового рынка и ликвидность в странах с высоким уровнем финансового развития.

Старение населения является важным демографическим сдвигом, который может повлиять на фондовый рынок. Последний глобальный экономический кризис доказал, что фондовые рынки могут подвергаться значительным обвалам, однако роль старения населения на рынок все еще не ясна [47]. Пенсионные фонды – это долгосрочный инвестиционный инструмент, что хорошо для рынка, однако стареющее население, скорее всего, предпочтет более консервативные инструменты, что будет, напротив, останавливать развитие рынка.

Анализ влияния пенсионных фондов на эффективность фондового рынка показал в работе [40] неоднозначные результаты. Поэтому нельзя точно определить влияние пенсионных фондов на выравнивание эффективности фондового рынка. Менеджеры пенсионных фондов меняют свои стратегии в соответствии с изменением рынка, поэтому долгосрочная направленность пенсионных фондов не предполагает лучшей эффективности.

При проведении оценок влияния демографических факторов на параметры развития финансового сектора использовались также показатели уровня образования [48] и коэффициенты демографической нагрузки трудоспособного населения [49]. Однако данные показатели не продемонстрировали значительного влияния на показатели финансового развития.

Характеристики географических параметров относительно редко используются в качестве возможных факторов финансового развития, в отличие от факторов формирования финансовой структуры (см., например, [50], [51]). Вместе с тем фактор наличия природных ресурсов традиционно рассматривался как системообразующий, вносящий свои особенности в формирующуюся в стране, обладающей значительными запасами природных ресурсов, национальной финансовой системы.

В работе [52] рассматриваются характеристики финансового сектора в зависимости от ресурсов экономики. Использование обширного набора данных, охватывающего 128 стран за период с 1995 по 2009 год, позволило авторам сделать вывод о том, что банковский сектор, как правило, меньше в ресурсно-обеспеченных экономиках. Кроме того, авторы обнаружили пороговый уровень, при котором более высокая ресурсная зависимость начинает вредить развитию внутреннего банковского сектора. Авторы также нашли доказательства того, что использование рыночного финансирования чаще встречается в ресурсно-зависимых экономиках. Авторы исследования поднимают важный вопрос о том, что банковский сектор, сформированный под влиянием потребностей ресурсных отраслей, создает условия, в которых проблематично развиваться малому и вновь появляющемуся бизнесам, что уменьшает вероятность диверсификации экономики, а как следствие только усиливает «ресурсное проклятье» в данной стране.

Авторы выдвигают три гипотезы, почему может наблюдаться такая зависимость. Первая гипотеза («гипотеза спроса») предполагает, что ресурсные компании предъявляют малый спрос на банковские услуги, а поскольку ресурсные компании представляют большую часть экономики (доля ресурсно-добывающих компаний в 300 крупнейших нефинансовых компаниях, основанных в небогатых странах, по классификации Всемирного Банка достигает 74%) то в ресурсно-зависимых экономиках просто недостаточно спроса для развития банковского сектора.

Вторая гипотеза объясняет отмеченное явление с точки зрения групповых интересов, опираясь на концепцию «политическая система и финансы», разработанную Раджаном и Зингалесом [13], которая, в частности, объясняет, что развитые представители индустрий могут быть против развития банковского сектора, так как банки будут заинтересованы в усиленном развитии представителей новых отраслей, что позволит им диверсифицировать свой кредитный портфель. Данная теория утверждает, что элита ресурсно-зависимой страны не заинтересована в развитии правовой системы или уровня образования страны, так как ресурсные отрасли не требуют высокого уровня инноваций или большого количества высококвалифицированных кадров, в то время как ресурсные компании обладают достаточным политическим весом и количеством лоббистов, которые могут обеспечить необходимое компании решение, что может быть даже проще в условиях несовершенных правовых институтов.

Третья гипотеза – гипотеза волатильности. Бойд, Левайн и Смит [53] показали, что в странах с высоким уровнем нестабильности банковский сектор остается неразвитым, в связи с незначительной возможностью прогнозировать темпы роста ВВП, уровень инфляции и обменный курс. Это, в первую очередь, обусловлено тем, что цены на ресурсы

определяются извне страны и являются трудно прогнозируемыми, а в ресурсно-зависимых странах все значимые для банков переменные зависят от мировых цен на ресурсы.

Среди макроэкономических параметров достаточно часто в качестве фактора финансового развития рассматривается инфляция. В работе [54] исследовано влияние инфляции на финансовое развитие страны на основе данных 84 страны за период 1980-2010 года. Стабильная макроэкономическая обстановка является фундаментальным фактором эффективности работы финансового сектора, что было показано Дидье и Шмуклер в работе [55] на примере Латинской Америки, где в период 1980-2010 годов более слабые индустрии финансового посредничества привели к ослабленному экономическому росту в сравнении с Юго-Восточной Азией.

Высокий уровень инфляции негативно сказывается на развитии финансовых рынков. Де Грегорио и Стурцнеггер в работе [56], а также Чой, Смит и Бойд в работе [57] отмечают, что высокий уровень инфляции ухудшает процесс аллокации кредитов и понижает их качество, что приводит к увеличению издержек и понижению реального выпуска в долгосрочной перспективе. Боси [58] разработал модель, в которой показал, что высокий уровень ожиданий касательно инфляции приводит к асимметрии информации между заемщиками и кредиторами, что вынуждает увеличивать издержки, связанные с отбором заемщиков. Бойд, Левайн и Смит [53] показали, что в странах с низкой инфляцией, либо с более или менее стабильной инфляцией больше шансов обеспечить высокий уровень финансового развития.

Проблемы участия государства на финансовом рынке в различных формах и в различных ролях часто становятся предметом исследований, в которых, в том числе обсуждаются вопросы влияния такого участия на развитие финансового сектора. Государство достаточно часто участвует в капитале финансовых организаций, особенно в капитале кредитных организаций.

Однако существует достаточно прочный консенсус, состоящий в том, что такое участие плохо отражается на темпах экономического роста, на развитии финансового сектора, повышает хрупкость финансовой системы [59]. Это происходит вследствие того, что государственные банки принимают решение о кредитовании на основе политических предпочтений, даже в тех случаях, если с экономической точки зрения кредитный проект не выгоден.

В работе [60] описывается влияние структуры владения банковским сектором на эффективность банковского сектора, финансовую стабильность и доступ к финансам (финансовую инклюзию). Все эти три параметра характеризуют финансовое развитие,

поэтому данная работа может рассматриваться как объемное исследование комплексного влияния структуры банковского сектора на финансовое развитие.

Авторы находят подтверждение тому, что иностранные банки более эффективны, чем национальные, они увеличивают конкуренцию и повышают общую эффективность банковского сектора, а также позволяют стабилизировать кредитные потоки во время внутренних шоков. Однако, существуют риски того, что международные банки могут быть связующим звеном при трансляции международного кризиса внутрь экономики страны.

Стабильность банковского сектора снижается вследствие наличия высокой доли государства в этом секторе. Ряд исследований показал, что государственные банки в развивающихся странах обладают более высоким уровнем невозвратных кредитов, и как следствие этого, - обладают большим риском дефолта, который в данных исследованиях, как правило, измерялся с помощью показателя Z-score [61], [62]. Также ряд исследователей обнаружил, что государственные банки зачастую могут неэффективно инвестировать свои финансовые ресурсы, потому что подвержены политическому воздействию и, как правило, выдают финансирование компаниям, обладающим политическим весом [63], [64]. Однако, ряд работ также показал, что государственные банки могут также оказывать благотворное воздействие на экономику в предкризисные и кризисные моменты, осуществляя контрциклическое финансирование [61], [65].

Банки с государственным участием также негативно влияют и на показатели финансовой инклюзии. Межстрановое исследование показало, что доля государственных банков в национальной банковской системе, как правило, негативно коррелируется с количеством банкоматов и отделений банков [66]. Более того, высокий уровень государственного участия в банковском секторе приводит к повышению порога входа на рынок кредитования. В работе [64] показано, что объем финансирования государственными банками компаний, аффилированных с политиками, возрастал в предвыборные годы в Италии и Индии, уменьшая общий уровень финансирования компаний, не аффилированных с политиками.

В работе [11] было представлено три основных вывода:

- защита прав инвесторов и открытость информации являются статистически значимыми детерминантами развития рынка частного кредитования;
- не подтвердилась гипотеза о том, что степень защиты прав кредиторов зависит от уровня дохода на душу населения или типа правовой системы;
- значимость правового и информационного фактора различается в богатых и бедных странах. В богатых странах для развития кредитного рынка более важен правовой фактор, а бедных – информационный.

1.2.4 Противоположный подход: что мешает финансовому развитию?

Существует и обратный подход к оценке детерминант финансового развития. Если ранее мы описывали работы, которые выявляли наличие влияния того или иного экзогенного фактора на показатели финансового развития, то далее мы рассмотрим работу, в которой ставится вопрос о том, что именно, какие факторы, мешают финансовому развитию. Очевидно, что оба подхода нацелены на выявление детерминант финансового развития, пусть и с разных позиций.

Работа [24] исследует процессы финансового развития за последние десятилетия с точки зрения фундаментальных ограничивающих факторов для деятельности экономических агентов. Комплексный статистический анализ показал, что фактором, сдерживающим финансовое развитие, зачастую является неправильная последовательность стратегических решений в процессе финансового развития. Степень финансового развития зависит от первоначальных условий, в которых находится экономика. Политические различия в регулировании выступают объясняющим фактором формирования стабильной или нестабильной финансовой системы в экономике.

Рынок финансовых услуг должен помогать участникам рынка избавиться от двух категории ограничителей: билатеральных агентских ограничителей и мультилатеральных коллективных ограничителей. Каждая категория подразделяется на две субкатегории: информационные ограничения (асимметрия информации и издержки получения информации) и договорные ограничения (способность агентов заключать договоры и нести ответственность) [67]. Поэтому государственная политика финансового развития должна быть нацелена на последовательное преодоление указанных ограничений.

Так, например коллективные ограничители устраняются за счет увеличения количества инвесторов, торгующих на бирже. Чем больше количество участников рынка, тем выше положительные экстерналии для общества в целом [24]. Однако сложно запустить механизм прихода игроков на рынок, так как для тех, кто пришел в первой волне, будет существовать повышенный риск неликвидности и поэтому отсутствие желания покупать ценные бумаги на долгосрочную перспективу.

Другая работа, анализирующая влияние различных факторов на финансовое развитие с позиции выявления факторов, препятствующих финансовому развитию, - статья мексиканского экономиста Виктора Меньяльдо [68]. Автор задается вопросом, почему некоторые страны потворствуют финансовым репрессиям (financial repression), нанося ущерб экономическому развитию, тогда как другие страны способствуют финансовому развитию? Были выдвинуты три основных объяснения. Во-первых, сбои рынка из-за

информационной асимметрии означают, что кредит ограничен, даже если кредиторы могут получить выгоду от легкодоступности кредитов. Во-вторых, политические неудачи, вызванные захватом государства, означают, что кредит будет нормироваться как способ получения ренты для влиятельных политиков. В-третьих, у государства могут быть свои финансовые причины для политизации предложения и цены кредита, поскольку финансовые репрессии обеспечивают легко собираемые доходы. Автор придерживается третьего подхода, утверждая, что фискальный императив государства обычно является основной причиной финансовых репрессий. В качестве эмпирических доказательств в статье были представлены результаты динамического панельного анализа, в котором используются инструментальные переменные, и пример из истории финансового развития Мексики.

Политики, стремящиеся выжить в странах с низким государственным потенциалом, где трудно обложить налогом экономику, имеют стимул манипулировать рынками таким образом, чтобы рента доставалась узкой группе инсайдеров. Часть этих рент может быть возвращена действующим сотрудникам и использована для финансирования государства. Сотрудники в слабых государствах часто совершали это действие, манипулируя финансовыми рынками таким образом, чтобы ограничить предложение капитала и повысить его цену. Поэтому они пожирают сбережения населения, генерируют собственные потери и замедляют рост национальной экономики [68]. Данное описание, как представляется, максимально близко к реалиям современной России.

1.3. О подходах к построению комплексной модели взаимосвязей финансового сектора

Финансовое развитие традиционно рассматривалось как экзогенный фактор по отношению к социально-экономическому развитию, в первую очередь по отношению к экономическому росту, и поэтому большой пласт экономической литературы по данной проблеме объединен в направление под названием *finance-growth nexus*. Подробный анализ основных тезисов этого направления сделан во многих работах, в том числе в относительно недавних русскоязычных трудах [69], [49], [70]. На английском языке появилось несколько крупных исследований истории литературы данного направления, среди которых необходимо выделить [71].

Кроме того, в работе [72] проведен мета-анализ результатов 67 исследований влияния финансового развития на экономический рост (были проанализированы 1334

оценки из этих исследований). Взятые вместе, исследования предполагают положительный и статистически значимый эффект, но отдельные оценки сильно различаются.

В свою очередь, финансовое развитие является эндогенной характеристикой по отношению к большому количеству детерминант, часть из которых описываются в настоящей работе. Строго говоря, оформления поля исследования детерминант финансового развития и природы их влияния на развитие финансового сектора до сих пор не произошло в мировой экономической литературе. Достаточно часты попытки проанализировать влияние факторов, которые могут быть определены как детерминанты финансового развития, непосредственно на параметры социально-экономического развития, минуя стадии исследования их влияния на параметры финансового развития, и, соответственно, стадии исследования влияния параметров финансового развития на параметры социально-экономического развития. В качестве примеров таких работ, в которых оценивается влияние детерминант финансового развития непосредственно на показатели социально-экономического развития, можно привести [31] и [49].

Однако, как представляется, методологически более правильно разделять исследования взаимовлияний показателей финансового развития с показателями социально-экономического развития, с одной стороны, и детерминант финансового развития с показателями финансового развития, с другой стороны. Такое разделение позволяет, в том числе, вычленить финансовый сектор как отдельный народнохозяйственный комплекс, выполняющий свои функции в рамках народного хозяйства.

Такой подход позволяет также в перспективе сформировать комплексную модель взаимосвязей между детерминантами финансового развития, параметрами финансового развития и социально-экономическим развитием. Принципиальная схема такой модели, как представляется, могла бы выглядеть следующим образом (см. рисунок 1).

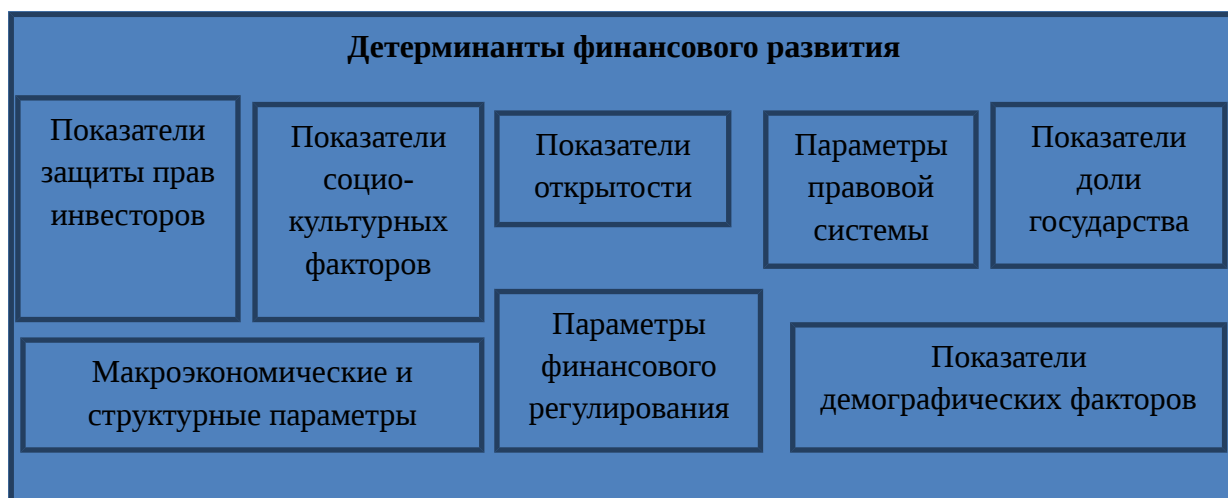
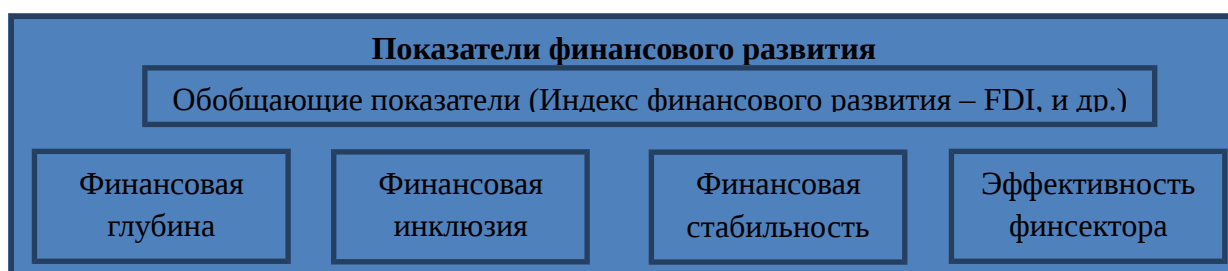
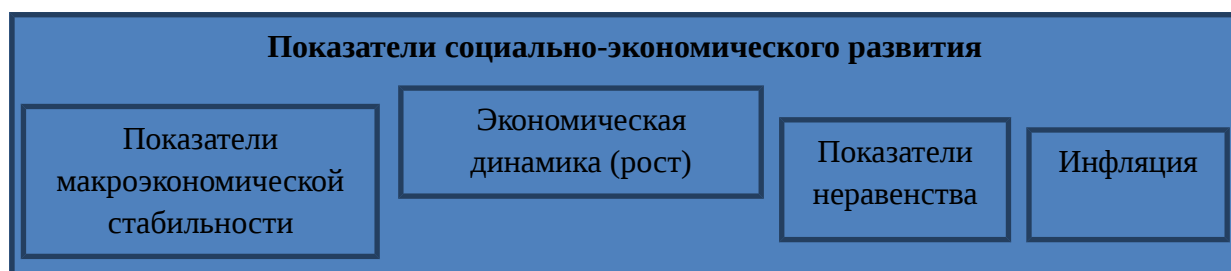


Рисунок 1 – Принципиальная схема комплексной модели взаимосвязей между детерминантами финансового развития, параметрами финансового развития и параметрами социально-экономического развития

Построение такой модели может быть реализовано в рамках будущих исследований.

Глава 2. Классификация детерминант финансового развития

2.1. Основные группы детерминант финансового развития

На основе анализа дискуссии о детерминантах финансового развития в мировой литературе мы сформировали следующие группы данных детерминант:

- 1) Группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод.
- 2) Группа социокультурных факторов.
- 3) Группа демографических факторов и показателей развития человеческого капитала.
- 4) Группа показателей открытости.
- 5) Группа макроэкономических и структурных факторов.
- 6) Группа факторов, описывающих размер государства и его присутствие на финансовом рынке.
- 7) Группа природно-географических факторов и определяемая ими специализация экономики.
- 8) Качество финансового регулирования.
- 9) Тип правовой системы.
- 10) Уровень развитости национальной экономики

Строго говоря, если опираться только на результаты проанализированных работ, групп факторов, признаваемых детерминантами финансового развития, следовало бы выделить гораздо больше. Но в данном случае мы в ряде случаев объединили несколько близких групп факторов в одну, более крупную группу. Это было сделано по двум причинам. Во-первых, по причине необходимости конкретизировать поле для выявления факторов, сделать его пригодным для эффективного применения статистических методов. Во-вторых, для того, чтобы обеспечить наличие достаточного количества индикаторов в каждой группе, относящихся к оценке фактора достаточно высокого уровня, с точки зрения сопоставления с понятием финансового развития.

Так, группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод, в значительной мере вытекает из рассуждений как авторов концепции «право и финансы», та и авторов концепции «политическая система и финансы». Но обе теоретические концепции, как уже указывалось выше, не предложили количественных индикаторов, которые бы позволили распределить страны по тем группам, которые критериально образованы данными теоретическими конструкциями. Авторы концепции «право и финансы» на этапе ее превращения в теоретическую конструкцию, обосновывающую необходимость защиты прав инвесторов, предложили некоторые

количественные показатели. Но эти показатели, на наш взгляд, несопоставимы с вопросом о том, какие факторы, определяют финансовое развитие, т.е. эти показатели не характеризуют такие факторы, оставаясь гораздо более частными оценками эффективности правоприменения на одном из сегментов финансового сектора – на рынке ценных бумаг.

Поэтому мы содержательно наполнили данную группу факторов показателями, относящимися к оценкам тех факторов, которые на наш взгляд, определяют качество защиты прав инвесторов в национальных правовых и политических системах, и которые, как представляется, соответствуют как теоретическим выводам концепции «право и финансы», так и теоретическим выводам концепции «политическая система и финансы».

2.2. Детерминанты финансового развития, по группам факторов

2.2.1 Группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод

Как уже отмечалось выше, теоретические конструкции, описывающие «капитализм связей», «либеральный капитализм», «открытые/закрытые политические системы» (или системы открытого, ограниченного и закрытого доступа), не содержат указаний на количественные оценки, с помощью которых эти конструкции могут быть идентифицированы для целей эмпирических исследований. Создатели концепции «политическая система и финансы» не предложили показателей, с помощью которых можно оценивать факторы, рассматриваемые в данных концепциях как детерминанты финансового развития. Равным образом и теория режимов доступа также не обозначила переменные, на основе которых можно было бы оценить факторы, определяющие формирование тех или иных режимов доступа.

Кроме того, как создатели концепции «политическая система и финансы», так и авторы концепции режимов доступа не промаркировали страны с точки зрения разделения их на страны, развивающие «капитализм связей» и страны, развивающие свободный капитализм (в части концепции «политическая система и финансы»), а также на страны со свободным доступом, на страны с ограниченным доступом и страны с закрытым доступом (концепция режимов доступа).

Поэтому мы предложили включить в данную категорию те показатели, которые, как представляется, в наибольшей степени способны описать те принципы, на основе которых происходит выделение вышеуказанных теоретических конструкций.

К числу факторов данной группы, на наш взгляд, относятся:

- уровень защиты инвесторов (который может быть оценен, например, с помощью Индекса защиты прав собственности, рассчитываемого Fraser Institute, и Индекса прав собственности, рассчитываемого Heritage Foundation);

- уровень раскрытия информации (степень информационной прозрачности);

- степень независимости судебной системы.

В итоге для целей оценки факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод, мы используем следующие показатели:

- 1) Индекс защиты прав собственности (Fraser Institute);
- 2) Индекс прав собственности (Heritage Foundation);
- 3) индекс раскрытия информации Всемирного Банка «Business extent of disclosure index»;
- 4) Индекс независимости судебной системы (элемент рейтинга конкурентоспособности Всемирного экономического форума);
- 5) Индекс экономической свободы (Fraser Institute);
- 6) Индекс экономической свободы (Index of Economic Freedom), публикуемый фондом Heritage Foundation совместно с газетой The Wall Street Journal;
- 7) Индекс восприятия коррупции (Corruption Perception Index), публикуемый Transparency International

2.2.2 Группа социокультурных факторов

Многочисленные работы по влиянию социокультурных особенностей страны на национальное финансовое развитие использовали в качестве детерминантов финансового развития достаточно много факторов, описываемых различными показателями. Мы объединили в данную группу все культурно-национальные особенности, которые могут влиять на финансовое развитие: разделяемые ценности, господствующие в национальных рамках; социальное поведение; специфика национальных институтов; господствующая (преобладающая) религия; доверие к финансовым институтам.

Мы решили отойти от того набора показателей, которые были использованы в предыдущих работах, анализировавших социокультурные факторы, как детерминанты финансового развития. В последние годы в литературе появилась господствующая парадигма комплекса показателей, характеризующих национальные социокультурные особенности. Голландский социолог (или, как он себя характеризует, социальный психолог) Герт Хофстеде в работе [73] предложил систему метрик, оценивающих национально-культурные особенности, которая развивалась в последующие годы, и к настоящему времени является комплексом оценочных индикаторов социального поведения различных наций, используемых в исследованиях представителей различных направлений

гуманитарных наук. В настоящем исследовании мы в рамках данной группы факторов используем в основном метрики, предложенные Хофстеде, и взятые непосредственно с его сайта¹. Краткое обоснование и трактовка предложенных метрик приводится Хофстеде в работе [74]. В дополнение к 6-размерному комплексу метрик Хофстеде мы также включили показатели доверия к банкам и бинарные переменные, отражающие преобладание той или иной религии в той или иной стране.

В целом система показателей группы социо-культурных факторов включает следующие показатели:

- 1) Переменная Хофстеде “Power Distance” («Дистанция от власти») - показывает восприятие власти в обществе; характеризует степень неравенства распределения любой формы силы, например, политическая, экономическая, социальная, военная и т.д.
- 2) Переменная Хофстеде “Individualism” («Индивидуализм») – показывает, насколько люди в обществе независимы друг от друга, не обременены сильными обязательствами действовать совместно; переменная противопоставляет готовность действовать в одиночку, защищая свои интересы, коллективизму, в рамках культуры которого сильно ощущение «мы» и ориентация на защиту групповых целей.
- 3) Переменная Хофстеде “Masculinity” («Мужественность») – показывает, насколько развита конкуренция в обществе или, другими словами, в какой степени люди выбирают быть лучшими, вместо того чтобы просто любить то, что они делают. Высокий показатель означает высокую конкуренцию, а низкий – слабую. В данном показателе противопоставляются «мужские» национальные культуры «женским» культурам.
- 4) Переменная Хофстеде “Uncertainty Avoidance” («Избегание неопределенности») - показывает степень избегания неопределенности в обществе. Высокие значения показателя указывают на стремление к недопущению неясных ситуаций, к установлению формализованных правил поведения, следование сложившимся традициям, нетерпимость по отношению к иным жизненным установкам. Низкие значения показателя предполагают стремление к проявлению личной инициативы, приемлемость риска, терпимость к иным точкам зрения.
- 5) Переменная Хофстеде “Long-Term Orientation” («Долгосрочная ориентация») – показывает, насколько люди в связи с принятием решений ориентируются на долгосрочные цели. Высокое значение данного параметра характеризует

¹ Режим доступа: <http://www.geerthofstede.nl/>

приверженность к ориентации на стратегические цели; низкое значение указывает на ориентацию на текущие цели и задачи.

- 6) Переменная Хофстеде “Indulgence” («Допустимость») – показывает, насколько люди контролируют свои импульсные действия в принятии решений. Высокий показатель означает слабый контроль, допустимость относительно свободного удовлетворение человеческих желаний, связанных с наслаждением жизнью и получением удовольствий. Низкий показатель допустимости указывает на нормы общества, предполагающие контроль удовлетворения потребностей и его регулирование посредством строгих социальных норм.
- 7) Уровень доверия к банкам (Confidence: Banks; показатель разработан и публикуется The World Values Survey) - показывает степень уверенности в банковской системе.
- 8) Группа бинарных переменных, характеризующих господствующую в стране религию.

2.2.3 Группа демографических факторов и показателей развития человеческого капитала

Мы объединили в одну группу показатели, характеризующие демографические факторы, и показатели, характеризующие развитие человеческого капитала, так как в исследованиях детерминант финансового развития, проведенных ранее, между этими подгруппами показателей не делается содержательного различия, они относятся различными авторами к той или иной подгруппе показателей без четкой системы.

В число показателей, характеризующих факторы данной группы, мы включили:

- 1) уровень образования;
- 2) доля молодого населения;
- 3) динамика доходов населения;
- 4) показатель неравенства - индекс Джини;
- 5) показатель уровня социального капитала;
- 6) коэффициенты демографической нагрузки трудоспособного населения;
- 7) Индекс человеческого развития;
- 8) Доля выпускников вузов по гуманитарным наукам, бизнесу и юриспруденции.

Следует сделать некоторые замечания к отдельным перечисленным выше показателям. Мы осознаем, что использование индекса Джини не охватывает всю палитру характеристик неравенства, возможно, оставляя за рамками анализа именно те характеристики, которые наиболее важны для финансового развития. Индекс Джини оценивает неравенство доходов. Но, на наш взгляд, большее влияние на финансовое

развитие оказывает неравенство богатства. В отличие от индекса Джини, для оценки неравенства богатства не существует общепринятого измерителя.

Индекс человеческого развития (ИЧР) — интегральный показатель, ежегодно рассчитываемый для межстранового сравнения и измерения ряда показателей, характеризующих человеческий потенциал и развитие: уровня жизни, грамотности, образованности и долголетия. Он является стандартным инструментом при общем сравнении уровня жизни различных стран и регионов. При подсчёте ИЧР учитываются 3 вида показателей:

- ожидаемая продолжительность жизни — оценивает долголетие;
- уровень грамотности населения страны (среднее количество лет, потраченных на обучение) и ожидаемая продолжительность обучения;
- уровень жизни, оценённый через валовый национальный доход на душу населения по паритету покупательной способности в долларах США.

2.2.4 Группа показателей открытости

Открытость национальных экономик рассматривается исследователями с разных точек зрения. Как правило, наиболее используемыми трактовками открытости выступают торговая открытость (чаще всего аппроксимируемая долей внешнеторговых операций в экономике страны) и финансовая открытость (чаще всего аппроксимируемая соотношением потоков капитала и размеров экономики). Иногда отдельно выделяется понятие инвестиционной открытости (характеризуется интенсивностью трансграничных потоков прямых и портфельных инвестиций). Кроме того, многими исследователями особо выделяется степень либерализованности валютных операций, которая, по их мнению, наиболее полно характеризует открытость национальной экономики.

В качестве показателей, оценивающих факторы открытости, мы использовали:

- 1) сумма экспорта и импорта, соотнесенная с ВВП (характеризует торговую открытость);
- 2) индекс KAOPEN [75], рассчитываемый Мендзи Чинном (Menzie Chinn) из Университета Висконсин и Хиро Ито (Hiro Ito) из Университета Портленда на основе анализа информации, содержащейся в докладе МВФ «Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions» (характеризует открытость капитальных операций);
- 3) сумма притоков и оттоков прямых иностранных инвестиций, соотнесенная с ВВП (характеризует инвестиционную открытость);
- 4) сумма притоков и оттоков портфельных иностранных инвестиций, соотнесенная с ВВП (также характеризует инвестиционную открытость).

2.2.5 Группа макроэкономических и структурных факторов

В данной группе мы объединяем как собственно макроэкономические факторы, так и структурные факторы, так как характер воздействия этих двух подгрупп факторов на финансовое развитие различается незначительно.

Большинство показателей данной группы были предложены в литературе, обзор которой был дан выше. Вместе с тем, в отдельных работах содержится описание детерминант развития отдельных сегментов финансового рынка, которые, на наш взгляд, могут рассматриваться в качестве значимых детерминант всего финансового сектора, т.е. финансового развития в целом. Среди таких работ следует выделить [76], в которой автор, наряду с прочими детерминантами развития рынков облигаций в странах Азии, называет волатильность обменного курса (the exchange rate variability). Данный показатель, на наш взгляд, может рассматриваться как весьма значимая детерминанта финансового развития в целом для большинства развивающихся рынков.

В число показателей, характеризующих факторы данной группы, мы включили:

- 1) уровень инфляции и степень ее изменчивости;
- 2) ставки процента;
- 3) доля сырья в экспорте;
- 4) доля финансовых услуг в экспорте;
- 5) отношение производственного сектора к сектору услуг;
- 6) доля ресурсной ренты в ВВП;
- 7) волатильность курса национальной валюты;
- 8) структура капитала банков;
- 9) реальные процентные ставки.

2.2.6 Группа факторов, описывающих размер государства и его присутствие на финансовом рынке

Данная группа факторов, как показывают ранее проведенные исследования детерминант финансового развития, оказывает весьма значимое влияние на финансовое развитие, включая развитие финансовых институтов, финансовых рынков и финансовой инклюзии. В данной группе мы учитываем как общий размер государства в экономике, так и его присутствие на финансовых рынках, в первую очередь участие в капитале финансовых организаций.

В качестве показателей, оценивающих факторы данной группы, мы включили:

- 1) государственное потребление (% ВВП); (government consumption expenditure as a percentage of GDP);
- 2) соотношение госдолга и ВВП;

- 3) доля налогов в ВВП (Tax as Percentage of GDP);
- 4) доля государства в финансовых институтах;
- 5) показатель эффективности правительства (Government Effectiveness, по данным The World Bank).

2.2.7 Группа природно-географических факторов и предопределяемая ими специализация экономики

Показатели, характеризующие факторы данной группы, частично использовались при характеристиках других групп факторов – действительно, специализация экономики (в том числе в той части, которая предопределяется природно-географическими факторами) частично пересекается со структурными характеристиками. Тем не менее, для всесторонней характеристики влияния факторов этой группы на финансовое развитие целесообразно рассмотреть данные факторы и в указанной конфигурации.

В качестве показателей, оценивающих факторы данной группы, мы включили:

- 1) расстояние до экватора (оценивает климатические условия осуществления экономической деятельности, предъявляющие специфические требования к структуре финансовой системе и, возможно, частично предопределяющие уровень финансового развития);
- 2) доля сырья в экспорте;
- 3) доля ресурсной ренты в ВВП.

2.2.8 Качество финансового регулирования, как детерминанта финансового развития

Крайне важный фактор для финансового развития – качество государственного регулирования финансовым сектором. Существуют определенные сомнения в корректности отнесения данного фактора к числу детерминант финансового развития, так как речь идет непосредственно о характеристике финансового сектора. Но на наш взгляд, это именно детерминанта финансового развития, так как является внешним по отношению к финансовому сектору воздействием со стороны государства. Возможно, данный фактор целесообразно объединить с группой факторов, характеризующих государство и его присутствие на финансовом рынке.

Характеристики качества финансового регулирования, как представляется, являются одними из наиболее значимых факторов, предопределяющих финансовое развитие. Однако количественно оценить данные характеристики исключительно сложно, и такие количественные оценки появились относительно недавно. Впервые количественные оценки качества финансового регулирования и финансового надзора были предложены в работе

[77], однако очевидный недостаток этих оценок заключался в том, что они касались только банковского сегмента финансового сектора, точнее, качества банковского регулирования. Поэтому мы не стали использовать данный показатель в настоящей работе, тем более, что данные почти 15-летней давности в динамично развивающемся секторе, которым является финансовый сектор, существенно устарели.

В целях проведения регрессионных исследований с использованием показателей качества финансового регулирования, как экзогенных по отношению к финансовому развитию, мы обратились к показателям, использовавшимся Всемирным экономическим форумом при расчете рейтингов национальной конкурентоспособности. В число показателей, характеризующих факторы данной группы, мы включили:

- 1) показатель силы стандартов аудита финансовой отчетности и раскрытия информации (Strength of auditing and reporting standards);
- 2) показатель эффективности советов директоров корпораций (Efficacy of corporate boards);
- 3) показатель уровня защиты интересов миноритарных акционеров (Protection of minority shareholders' interests);
- 4) показатель силы защиты инвесторов (Strength of investor protection);
- 5) показатель качества регулирования бирж (Regulation of securities exchanges);
- 6) показатель «Индекс силы юридических прав», оценивающий степень защиты прав заемщиков и кредиторов законодательством о залоге и банкротстве (Legal rights index).

Все показатели, кроме последнего, рассчитываются Всемирным экономическим форумом (ВЭФ) самостоятельно на основе проводимых ими глобальных опросов. Последний показатель рассчитывается Всемирным банком для целей расчета рейтинга «Doing business».

2.2.9 Правовая система, как детерминанта финансового развития

В рамках данной классификации мы отдельно описываем в качестве группы детерминант оценки типа правовой системы. Вместе с тем, необходимо учитывать, что данный фактор тесно связан с группой факторов защиты прав инвесторов:

- в настоящее время завершается процесс конвергенции правовых систем в части финансового регулирования, и особенно в части защиты прав инвесторов, что предопределяет снижение значимости типа правовой системы;

- как показал анализ экономической литературы, данный фактор рассматривается чаще всего в качестве детерминанты того или иного механизма защиты прав инвесторов,

являющегося отдельным элементом целостной системы институтов по защите прав инвесторов, и таким образом, он не соотносится со всей системой защиты прав инвесторов.

Данный фактор описывается группой бинарных переменных, принимающих значение 1 в том случае, если правовая система страны опирается на один из наиболее распространенных источников права (англо-саксонское; германское; французское; скандинавское; «социалистическое»²).

2.2.10 Уровень развитости национальной экономики

Вопрос об использовании в качестве детерминант финансового развития показателей, характеризующих уровень развитости национальной экономики, достаточно сложный. Это связано с тем очевидным фактом, что, выступая в качестве детерминанты финансового развития (тезис о том, что развитие национальной экономики прямо и значимо влияет на финансовое развитие, на наш взгляд, бесспорен), этот же показатель может выступать в качестве эндогенного показателя при исследовании влияния финансового развития на социально-экономическое развитие. Поэтому в будущем, при построении комплексной модели взаимосвязей финансового сектора, объединяющей как блок оценки влияния детерминант финансового развития на финансовое развитие, так и блок оценки влияния финансового развития на социально-экономическое развитие, эта проблема должна быть решена тем или иным образом.

В рамках настоящей работы, ограничивающейся исследованиями влияния детерминант финансового развития на показатели финансового развития, ничего не мешает использовать данный показатель в качестве экзогенной переменной. Вместе с тем, учитывая, что влияние данного показателя на финансовое развитие достаточно очевидно, целесообразно использовать его в качестве контрольного при построении регрессионных уравнений для различных групп детерминант финансового развития. Наиболее адекватная форма данного показателя для этих целей – ВВП на душу населения.

В работе [24] было убедительно доказано, что пути финансового развития сильно зависят от начального уровня дохода на душу населения. Кроме того, существует еще большое количество работ, использовавших данный показатель в качестве экзогенного фактора для объяснения финансового развития (особенно при использовании в качестве характеристик финансового развития показателей финансовой глубины). Поэтому использование данного показателя совершенно оправданно.

² Т.е. системы права, сложившиеся на территории стран постсоветского пространства, в том числе российская правовая система.

2.3. Разделение детерминант финансового развития на «естественные» факторы и на факторы, являющиеся результатами государственной политики

Представляется чрезвычайно важным подразделять все выделенные группы детерминант финансового развития на мегагруппы в зависимости от возможностей государственных политик изменять детерминанты финансового развития в те или иные сроки. Важность это обусловлена тем фактом, что государство должно понимать, на каких направлениях политики в отношении финансового сектора оно должно концентрироваться, чтобы получить результат в те или иные сроки. Невозможно ставить цель создать развитый национальный финансовый рынок, если естественные факторы, которые не могут изменяться в краткосрочном или среднесрочном временном диапазоне, препятствуют этому.

Большинство предыдущих работ исходило из разделения детерминант финансового развития на две группы:

- «естественные» факторы;
- «рукотворные» факторы, являющиеся результатами государственной политики.

Такой подход нашел отражение и в одной из наших предыдущих работ (см. [17]), однако проведенный в рамках настоящей научно-исследовательской работы анализ заставил сформулировать более сложную классификацию (см. таблицу 1).

Таблица 1 – Классификация групп детерминант финансового развития с точки зрения возможности их изменения средствами государственных политик

Детерминанты, не изменяемые методами государственных политик на долгосрочном диапазоне	Детерминанты, не изменяемые методами государственных политик на среднесрочном диапазоне, но изменяемые в долгосрочном периоде	Детерминанты, которые могут быть изменены методами государственных политик на среднесрочном диапазоне (или даже в краткосрочной перспективе)
Группа социокультурных факторов	Группа демографических факторов и показателей развития человеческого капитала	Группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод
Группа природно-географических факторов и предопределяемая ими специализация экономики	Группа показателей открытости	Группа факторов, описывающих размер государства и его присутствие на финансовом рынке
Тип правовой системы	Группа макроэкономических и структурных факторов	Качество финансового регулирования
	Уровень развитости национальной экономики	

Источник: составлено авторами.

Опираясь на данные таблицы 1, следует сформулировать следующее положение. Если государству необходимо максимально быстро существенно продвинуться в направлении финансового развития, главные инструменты, которые позволят реализовать такую цель – повышение защиты инвесторов на фоне общего развития экономических свобод; интенсивное сокращение государства и его присутствия в капиталах финансовых институтов; повышение качества финансового регулирования. Остальные факторы, предопределяющие финансовое развитие, могут корректироваться только в рамках более долгосрочных временных промежутков.

Глава 3. Основные результаты межстранового регрессионного анализа влияния детерминант финансового развития на уровень финансового развития

3.1. Методические замечания: использование межстранового анализа для выделения наиболее важных детерминант финансового развития в рамках групп факторов и выбор интегрального показателя финансового развития

Анализ влияния детерминант финансового развития на уровень финансового развития проводился нами на основе панельных данных, позволяющих формировать регрессионные зависимости в рамках межстранового анализа данных³. Данный анализ проводился в рамках групп, выделенных в главе 2. На этом этапе нашей целью было выявить те детерминанты, которые в рамках своих групп оказывают наибольшее влияние на параметры финансового развития.

Такая постановка задачи, на наш взгляд, имеет свою отдельную ценность. В течение многих лет научная дискуссия в области детерминант финансового развития касалась в основном вопроса о наиболее значимых факторах финансового развития в целом, под которыми, по сути дела, понимались группы факторов – социокультурные, макроэкономические, факторы открытости, факторы защиты инвесторов и т.д. При этом каждый отдельный исследователь использовал тот или иной показатель, характеризующий группу факторов в целом, не затрагивая вопроса о том, является ли данный показатель наиболее адекватным для характеристики влияния данной группы факторов. С течением времени различные исследователи брали различные показатели в качестве объясняющих переменных в регрессионных уравнениях, устанавливающих влияние на финансовое развитие различных факторов (детерминант).

Мы постарались уточнить, какой из показателей в каждой группе детерминант финансового развития оказывает наиболее значимое влияние на финансовое развитие. При такой постановке задачи очевидно, что в регрессионных уравнениях, построенных с использованием объясняющих показателей, относящихся к каждой отдельной группе факторов (при том, что таких групп, исходя из проведенной нами классификации, оказалось достаточно много), уровень объясняемости будет невысоким. Именно поэтому в большинстве случаев мы не стремились повысить степень объясняемости за счет включения в регрессионное уравнение контрольных переменных, концентрируясь на задаче

³ В ряде групп, в случае необходимости, в дополнение к регрессионному анализу на панели данных за ряд лет проводился также регрессионный анализ на данных отдельных лет.

выявления наиболее значимых (с точки зрения влияния на финансовое развитие) факторов в рамках каждой отдельной группы факторов.

Для проведения исследований влияния различных групп детерминантов на финансовое развитие нам необходим выбор зависимой переменной, характеризующей финансовое развитие, который в рамках данной работы сводится к выбору интегрального показателя финансового развития, который наилучшим образом отразит уровень финансового развития разных стран.

Предыдущие исследования уровня финансового развития чаще всего исходили из использования в качестве показателя финансового развития одного из показателей финансовой глубины. Но полученные в 2012 – 2015 гг. научные результаты привели к тому, что «финансовое развитие рассматривается как сложный многофакторный процесс, для оценки которого необходимо применение комплекса показателей» [69]. В рамках разработки такого комплекса показателей в работе [6] был разработан интегральный показатель финансового развития - Индекс финансового развития (Financial Development Index – FDI), который рассчитывается с использованием 20 показателей, характеризующих все важнейшие аспекты финансового развития (глубина, инклюзия или доступность, эффективность) [6, Р. 8]:

1. Характеристики финансовых институтов

- a. Показатели финансовой глубины:

- i. Кредит частному сектору, % ВВП (Private-sector credit to GDP);
 - ii. Активы пенсионных фондов, % ВВП (Pension fund assets to GDP);
 - iii. Активы взаимных фондов, % ВВП (Mutual fund assets to GDP);
 - iv. Страховые премии, по страхованию жизни и прочим видам страхования, % ВВП (Insurance premiums, life and non-life to GDP);

- b. Показатели финансовой доступности:

- i. Количество отделений банков на 100 000 взрослого населения (Bank branches per 100,000 adults);
 - ii. Количество банкоматов на 100 000 взрослого населения (ATMs per 100,000 adults);

- c. Показатели эффективности банков:

- i. Чистая процентная маржа (Net interest margin);
 - ii. Спрэд между ставками процента по кредитам и депозитам (Lending-deposits spread);
 - iii. Отношение непроцентных доходов к общим доходам (Non-interest income to total income);

- iv. Отношение накладных расходов к общей стоимости активов (Overhead costs to total assets);
- v. Соотношение дохода и активов (Return on assets);
- vi. Соотношение дохода и капитала (Return on equity);

2. Характеристики финансовых рынков

а. Показатели финансовой глубины:

- i. Рыночная капитализация рынка акций, % ВВП (Stock market capitalization to GDP);
- ii. Объем торговли акциями, % ВВП (Stocks traded to GDP);
- iii. Стоимость международных долговых ценных бумаг в обращении, % ВВП (International debt securities of government to GDP);
- iv. Совокупная стоимость в обращении долговых ценных бумаг финансовых корпораций, % ВВП (Total debt securities of financial corporations to GDP);
- v. Совокупная стоимость в обращении долговых ценных бумаг финансовых корпораций, % ВВП (Total debt securities of nonfinancial corporations to GDP);

б. Показатели финансовой доступности:

- i. Доля корпораций без учета 10 крупнейших корпораций в совокупной рыночной капитализации (Percent of market capitalization outside of top 10 largest companies);
- ii. Совокупное количество эмитентов долговых ценных бумаг финансовых и нефинансовых корпораций, внутренних и внешних (Total number of issuers of debt (domestic and external, nonfinancial and financial corporations)).

с. Показатель эффективности финансовых рынков:

- i. Коэффициент оборачиваемости акций - соотношение объема торговли акциями и капитализации (Stock market turnover ratio (stocks traded to capitalization)).

Именно этот показатель (Индекс финансового развития) мы и будем далее в настоящей работе использовать в качестве эндогенного показателя, отражающего уровень финансового развития стран. Использование данного показателя представляется, кроме всего прочего, и весьма актуальным, так как мы не нашли работ, в которых бы этот показатель уже был использован в рамках регрессионного анализа влияния детерминант финансового развития на индикаторы финансового развития.

Вместе с тем необходимо оговорить те ограничения, которые привносит с собой использование синтетического интегрального индекса в качестве эндогенной переменной. Во-первых, интегральный индекс, рассчитываемый на основе взвешивания нескольких частных показателей, число которых может быть весьма значительно, может иметь взаимную корреляцию с тем или иным экзогенным показателем вследствие использования такого показателя в качестве частного индикатора, на основе которого рассчитывается интегральный показатель. Во-вторых, интегральный индекс, как правило, имеет заранее определенные пределы изменения (в случае FDI – от 0 до 1), а в рамках разработки регрессионных моделей теоретически может оказаться, что ожидаемая величина данного показателя находится за пределами данного диапазона.

В наших условиях данные ограничения не влияют на качество регрессий. Ни один из показателей, входящих в базу расчета Индекса финансового развития, не использовался прямо в качестве экзогенных переменных при построении регрессионных моделей. Относительно близко к отдельным экзогенным переменным, на наш взгляд, находятся два показателя эффективности финансовых институтов, входящие в перечень 20 показателей, на основании которых рассчитывается Индекс финансового развития, - чистая процентная маржа банков (Net interest margin) и спрэд между ставками по кредитам и ставками по депозитам (Lending-deposits spread). При анализе влияния макроэкономических и структурных факторов на финансовое развитие в числе регрессоров использовались показатели процентной ставки по кредитам и процентной ставки по депозитам, но не разница между ними.

Ситуация попадания ожидаемой величины зависимой переменной вне заранее определенного диапазона ее изменения возможна при формировании либо прогнозных моделей, либо моделей, в которых на основе коэффициентов регрессии, полученных на большой панели данных, предсказывается (оценивается) теоретическое значение зависимой переменной для той или иной частной выборки (выборки меньшего размера). В рамках наших исследований мы не проводили построения прогнозных моделей.

Полученные регрессионные модели мы подвергали проверке на их качество. В рамках этого блока работ мы оценивали данные и методику их подготовки для использования в модели; анализировали параметры выборки, в первую очередь смещенность выборки⁴, а также контролировали парную корреляцию между регрессорами.

⁴ Модель является несмещенной, состоятельной и оптимальной, если выполняются 4 условия Гаусса-Маркова (1 - математическое ожидание случайного члена равно нулю в любом наблюдении, 2 - дисперсия случайного члена постоянна для всех наблюдений, 3 - значения случайного члена в любых наблюдениях не коррелируют между собой, 4 - случайный член должен быть распределен независимо от объясняющих переменных). Выполнение 4-го и 1-го условия Гаусса-Маркова обеспечивает несмещенность оценок коэффициентов при объясняющих переменных.

В процессе построения регрессионных уравнений, а также в ходе проверки их качества некоторые объясняющие переменные по тем или иным причинам исключались из уравнений. Поэтому итоговый вид регрессионных уравнений, как правило, включал меньше объясняющих переменных, чем описанных нами изначально в главе 2.

Регрессионный анализ, как правило, проводился в разрезе 4 выборок: все страны, страны с высоким уровнем дохода, страны со средним уровнем дохода и страны с низким уровнем дохода. В ряде случаев по последней выборке не хватало данных, однако с точки зрения значения результатов межстранового анализа для российских условий мы обращали внимание в первую очередь на результаты регрессий по выборке стран со средним уровнем дохода и по выборке всех стран.

3.2. Содержательные результаты регрессионного анализа

В рамках анализа влияния группы факторов защиты инвесторов на финансовое развитие были построены регрессионные уравнения, в которые были изначально были включены все вышеперечисленные переменные. Однако потом из уравнений были исключены переменные со значимой корреляцией относительно других регрессоров и наименее значимые из всех независимых переменных (такими стали показатели индекса экономической свободы и индекса защиты прав собственности Heritage Foundation, которые, к тому же, в значительной степени дублировали аналогичные показатели, рассчитываемые Fraser Institute). В ряде спецификаций регрессионных моделей использовались также переменные, характеризующие тип правовой системы.

Среди регрессоров индекс открытости оказался значимым на двух выборках (на 5% уровне для общей выборки и 1% уровне для высокодоходной) с положительной связью. В выборке стран с низкими доходами индекс восприятия коррупции оказался значим на 1% уровне значимости с положительной связью. Как представляется, это логичный результат: для бедных стран восприятие коррупции является крайне важно, особенно в тех случаях, когда речь идет о финансовых контрактах. В этих странах отсутствие коррупции для принятия решения об инвестировании, видимо, важнее, чем прозрачность корпораций. Расчет более или менее точной оценки потенциального дохода на вложенный капитал (требующей надлежащего уровня прозрачности корпораций) неактуален до тех пор, пока нет уверенности в том, что корпоративный доход будет распределяться среди акционеров, а не пойдет на иные цели. Лишь после продолжительного периода экономического развития (и, вероятно, после значительного сокращения случаев коррупции) на первый план для инвесторов постепенно выходит прозрачность корпораций, позволяющая рассчитать

потенциальный доход, который будет получен по инвестициям. В ряде спецификаций на выборке всех стран также значимым (на 1% уровне) оказался Индекс прав собственности, положительно влияющий на финансовое развитие.

Полученный результат анализа зависимости финансового развития от факторов защиты инвесторов и степени экономических свобод следует признать важным для дальнейших исследований. Несмотря на то, что по группе стран со средним уровнем дохода у нас не получилось значимой регрессии, считаем, что для России также применим вывод, полученный на основе всей выборки стран и выборки стран с высоким уровнем дохода: важнейшим фактором, влияющим на финансовое развитие, среди факторов защиты инвесторов, является прозрачность. Это тем более актуально для тех случаев, когда анализ ведется применительно к задачам определения способов и инструментов финансового развития в целях перехода России в категорию стран с высоким уровнем дохода.

В рамках анализа влияния группы социокультурных факторов на финансовое развитие оказался возможным только анализ по выборке всех стран. Мы провели регрессионные исследования по нескольким наборам переменных, в результате чего было существенно увеличено количество наблюдений, так как по ряду стран не все переменные данной группы имеют количественное выражение. Первая подгруппа регрессионных уравнений устанавливает зависимость FDI от переменных Хофстеде и показателей уровня доверия к банкам. Она включает в себя 18 стран и 144 наблюдения. Вторая подгруппа устанавливает зависимость FDI от всех переменных Хофстеде (без учета переменной доверия к банкам). Включает в себя 32 стран и 224 наблюдения. Третья подгруппа устанавливает зависимость FDI только от четырех переменных Хофстеде, представляющихся нам наиболее важными для финансового развития. Она включает в себя 38 стран и 190 наблюдений. Остальные две подгруппы переменных не используют показатели Хофстеде, они устанавливают зависимость FDI от переменных религии и доверия к банкам.

Анализ влияния социокультурных факторов на финансовое развитие привел к интересным результатам, которые представляются весьма логичными. Переменные «Индивидуализм» и «Допустимость» оказались значимыми на 10-процентном уровне, а переменная «Долгосрочная ориентация» - на 5-процентном уровне значимости. Все три переменные оказывают положительное влияние на уровень финансового развития.

Положительное влияние переменной «Индивидуализм» представляется логичным, так как финансовое развитие способствует более полному удовлетворению потребностей отдельных индивидуумов, предполагает защиту их интересов, но мало связано с реализацией групповых интересов отдельных общественных групп (формирование

которых, как правило, происходит совсем в иных конфигурациях, чем те группы, которые формируются в рамках финансового сектора). Положительное влияние переменной допустимости, или терпимости (Indulgence) означает, что чем более свободны члены общества от формальных ограничений в принятии решений (что предполагает, в том числе, меньше ограничений в проведении финансовых операций), тем выше уровень финансового развития. Такой вывод представляется весьма логичным также в свете другой зависимости – более высокая либеральность рынков способствует росту финансовой глубины. Переменная долгосрочной ориентированности при принятии решений (Long-Term Orientation) значимо положительно влияет на финансовое развитие – это означает, что чем более долгосрочные цели принято ставить в том или ином национальном обществе, тем выше уровень финансового развития. Как представляется, это очень значимый результат, указывающий на то, что привычка при принятии решений ориентироваться на долгосрочные перспективы является важнейшим фактором, способствующим финансовому развитию, и данный стереотип социального поведения должен быть признан ценным качеством нации, по крайней мере, в целях обеспечения финансового развития.

В качестве отдельного интересного результата также следует указать на то, что нами не установлено значимого влияния степени избегания неопределенности на финансовое развитие, при том, что данная характеристика оказывает влияние на финансовую структуру [78]. Это говорит о том, что финансовое развитие и финансовая структура – это два взаимодополняющих параметра, характеризующих состояние финансового сектора.

При попытке построения регрессионной зависимости FDI от переменных религии и переменной доверия к банкам оказалось, что корректное регрессионное уравнение с участием данных независимых переменных невозможно – в данном случае присутствует ошибка мультиколлинеарности.

Анализ влияния группы демографических факторов и показателей развития человеческого капитала на финансовое развитие показывает, что значимыми переменными оказались уровень образования (с 3-летним лагом), индекс человеческого развития и ВВП на душу населения (все с положительным влиянием на финансовое развитие). При этом уровень образования оказался значимым как для всей выборки (10% уровень значимости), так и для выборки стран со средними доходами (1% уровень значимости). Для всей выборки также весьма значим (1% уровень значимости) индекс человеческого развития, а для выборки стран со средним уровнем дохода – ВВП на душу населения (1% уровень значимости).

В рамках анализа влияния группы факторов открытости на финансовое развитие индекс открытости счета движения капитала значим для всех регрессий (1% для всех стран

и стран с высоким уровнем дохода, 5% значимость для стран со средним уровнем дохода и 10% для низкодходных стран), при этом его влияние положительное для всех выборок, кроме выборки низкодходных стран. Это можно объяснить тем, что в низкодходных странах зачастую наблюдается как отсутствие большого количества опций для инвестирования, так и слаборазвитая правовая система, что приводит к высокому уровню рискованности вложений в данную экономику. Как следствие, большая часть доходов страны выводится за рубеж, что негативно сказывается на уровне развития страны, в частности финансового развития.

Для стран со средним уровнем дохода, в группу которых входит Россия, среди показателей открытости положительное влияние на финансовое развитие оказывают валютная открытость (либерализация капитальных операций) и товарная открытость (открытость по внешнеторговым операциям). Оба фактора оказывают влияние на 5% уровне значимости. При переходе к группе стран с высоким доходом единственным значимым фактором остается свободное движение капитала, но учитывая, что для данной группы стран этот фактор оказывает положительное влияние на 1% уровне значимости, можно сказать, что для финансового развития этой группы либерализация капитальных операций становится обязательным условием. В рамках выборки всех стран отмечается также слабое (на 10% уровне значимости) положительное влияние инвестиционной открытости, описываемой показателями прямых иностранных инвестиций.

Подводя итоги сравнения параметров спецификаций модели регрессии, следует сделать вывод о том, что открытость счета движения капитала положительно влияет на финансовое развитие страны в группах стран с высоким уровнем дохода и средним уровнем дохода, в то время как для низкодходных стран наблюдается негативное воздействие. Торговая открытость также положительно сказывается на финансовом развитии страны (на мировом уровне и в группе стран со средним уровнем дохода). Инвестиционная открытость исключительно важна для высокоразвитых стран.

Для целей анализа влияния группы макроэкономических и структурных факторов были разработаны три спецификации модели. Суммируя выводы из трех спецификаций регрессии между финансовым развитием и макроэкономическими и структурными факторами, необходимо отметить следующее (оговаривая недостаточную устойчивость отдельных полученных взаимосвязей):

- влияние регрессоров в целом неустойчивое; характер связи меняется в зависимости от выбора контрольных переменных (ВВП на душу населения, а также показателей значимости отдельных сегментов финансового сектора в национальной экономике), при

этом данные контрольные переменные оказывают значимое положительное влияние на финансовое развитие (особенно значим размер банковского сектора);

- параметр, чье влияние остается постоянным в различных спецификациях регрессии – ставка процента, при этом она всегда оказывает значимое положительное влияние, если используется ставка процента по депозитам, и отрицательное в случае использования ставки по кредитам;

- инфляция и ее изменчивость, а также волатильность курса национальной валюты не оказывают значимого влияния на финансовое развитие (в отличие от результатов ранее проведенных исследований);

- среди структурных показателей большинство показателей незначимы (включая показатели доли финансовых услуг в экспорте), за исключением показателя доли ресурсной ренты в экономике, который оказывает значимое отрицательное влияние на финансовое развитие для выборки стран с высоким доходом (что предопределяет также значимое отрицательное влияние данного регрессора на полной выборке стран).

Примечательно, что значимость коэффициента при показателе ресурсной ренты возникает (с 1% уровнем значимости) именно в странах с высоким уровнем дохода (при незначимости для стран со средним доходом и 10-процентной значимостью для стран с низким уровнем дохода). Это означает, что при переходе страны от среднего уровня дохода к высокому доходу большая доля ресурсной ренты будет мешать финансовому развитию.

Исследование регрессионных зависимостей между финансовым развитием и факторами размера государства и его присутствия на финансовом рынке привело к следующим выводам:

- среди данной группы факторов значимое влияние на финансовое развитие оказывают только государственный долг (отрицательное влияние) и размер налогов (положительное влияние) – но только для групп стран с высокими доходами и средними доходами;

- остальные параметры, оценивающие размер государства и его участие на финансовом рынке, незначимы;

- в целом факторы данной группы обеспечивают невысокую объясняемость финансового развития, что, в совокупности с их низкой значимостью, указывает на относительно небольшое влияние данной группы факторов в целом на финансовое развитие.

Сопоставляя положительное влияние налогов и отрицательное влияние государственного долга на финансовое развитие, мы фактически выходим на альтернативу, всегда присутствующую в экономической политике любого государства, - поднимать налоги

или заимствовать на рынке в случае необходимости увеличения государственных расходов. Как показывают наши исследования, для развития финансового рынка положительное влияние наблюдается в том случае, когда рост государственных расходов обеспечивается за счет роста налогов, а не роста государственных заимствований. Возможно, такое решение важнейшей альтернативы бюджетной политики связано с эффектом вытеснения, возникающим тогда, когда государство расширяет объем своих заимствований на финансовом рынке.

Из проведенного исследования влияния качества финансового регулирования на финансовое развитие, в рамках которого потребовалось сделать ряд спецификаций, включающих как панельные данные за длинный временной промежуток, так и годовые данные, можно сделать следующие выводы:

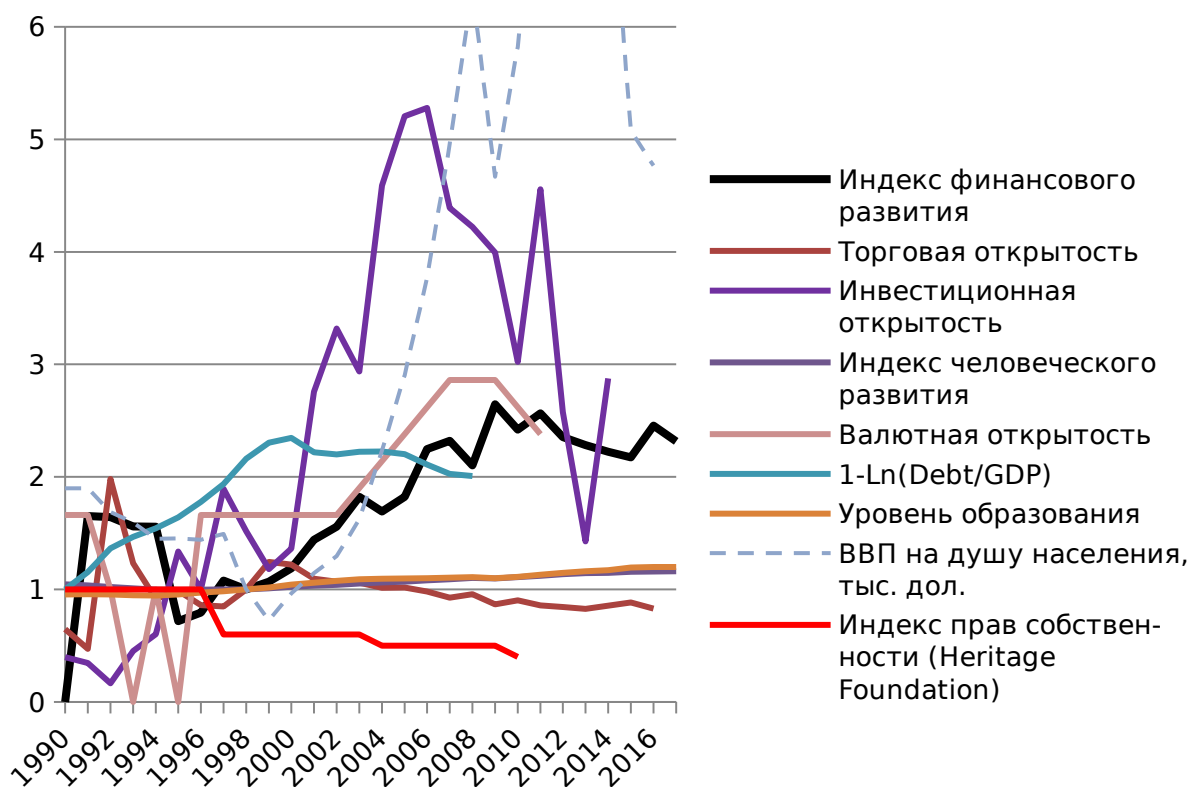
- на долгосрочном горизонте положительное влияние на финансовое развитие оказывает качественная защита миноритарных инвесторов;
- в краткосрочном периоде наиболее значимый положительный эффект может дать качественное регулирование фондовых бирж и высокий уровень защиты инвесторов

Проведенное нами исследование в части влияния типа правовой системы в целом подтвердило выводы ранее проведенных исследований об отсутствии явного значимого влияния типа правовой системы в современных условиях. Можно предположить, это является следствием произошедшего за последние 20-30 лет сближения регулятивного режима финансовых рынков в разных странах.

Глава 4. Применение выводов межстранового анализа к российским условиям финансового развития

4.1. Определение влияния детерминант финансового развития на уровень финансового развития в России и выделение роли государства

Недостаточная длина рядов российских значений детерминант финансового развития не позволяет провести полноценное регрессионное исследование (с высоким качеством регрессий) их влияния на финансовое развитие в России. Поэтому мы ограничимся лишь графическим представлением динамики показателей индекса финансового развития и его детерминант. На рисунке 2 представлена динамика индекса финансового развития России с 1990 года, а также тех детерминант финансового развития, которые, во-первых, показали свою значимость в рамках регрессионных исследований на выборке стран со средним уровнем дохода, и во-вторых, имеют историю изменений, начиная с 1990-х годов. К этому рисунку и к последующему рисунку 3 есть 2 общих примечания, приводимых после рисунка 3.

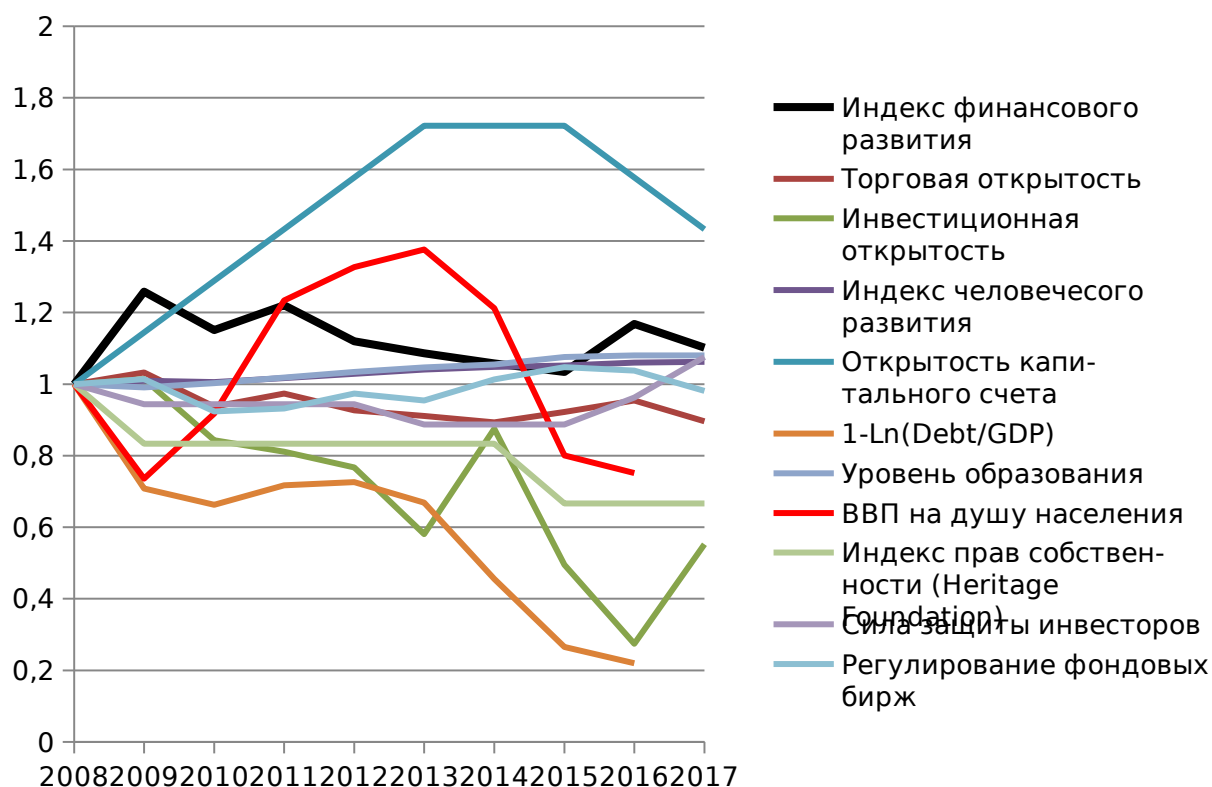


Источник: расчеты авторов на основе данных Международного валютного фонда, Всемирного банка, UN Development Programme, Heritage Foundation, [75].

Рисунок 2 – Динамика Индекса финансового развития России и значимых детерминантов финансового развития, 1990-2017 гг. (1998 г. = 1)

В качестве точки, в которой значения всех показателей, представленных на рисунке, равны 1, выбран 1998 год, так как, во-первых, после этого года существует полный набор данных по детерминантам, представленным на рисунке, и во-вторых, этот год стал началом достаточно продолжительного периода развития российского финансового сектора, в течение которого характер поведения представленных на рисунке показателей принципиально не изменялся (по крайней мере, до 2008 года).

На рисунке 3 приведена динамика индекса финансового развития России, а также значимых детерминант финансового развития, по которым существуют данные, с 2008 года.



Источник: расчеты авторов на основе данных Международного валютного фонда, Всемирного банка, Всемирного экономического форума, UN Development Programme, Heritage Foundation, [75].

Рисунок 3 – Динамика Индекса финансового развития России и значимых детерминантов финансового развития, 2008-2017 гг. (2008 г. = 1)

Общие примечания к рисункам 2 и 3:

1 Под валютной открытостью понимается открытость счета движения капитала, в качестве показателя валютной открытости использован показатель ka_open , который получен преобразованием показателя $KAOPEN$ с целью устранения отрицательных значений самими авторами показателя $KAOPEN$.

2 Динамика соотношения государственного долга и ВВП представлена в виде изменения показателя $1-Ln(Debt/GDP)$ для того, чтобы: а) сгладить колебания соотношения

государственного долга и ВВП, приведя их в единой размерности с колебаниями других показателей; б) учитывая отрицательное влияние данного показателя на финансовое развитие, «перевернуть» его, приводя к соответствию с восприятием других детерминантов, имеющих положительное влияние на индекс финансового развития.

Следует отметить, что в период с 1998 г. по 2008 г. и в период после 2008 г. принципиально разным было влияние соотношения государственного долга и ВВП: если до 2008 г. это соотношение снижалось⁵, оказывая положительное влияние на финансовое развитие, то после 2008 г. данное соотношение росло, оказывая негативное влияние на финансовое развитие в Российской Федерации.

Ранее (см. пункт 2.3) мы подразделяли группы детерминант финансового развития на 1) «естественные» факторы, которые не зависят или слабо зависят от мер государственной политики (прежде всего, экономической политики), и на 2) факторы, на которые реализуемые государственные политики оказывают значительное влияние («рукотворные» детерминанты финансового развития). После проведения регрессионного анализа следует уточнить, какие именно показатели, характеризующие «рукотворные» факторы, оказывают наиболее значительное влияние на уровень финансового развития, подразделив на подгруппы, с точки зрения скорости их реакции на возможную корректировку со стороны государственных политик.

Разделение детерминант финансового развития на быстро, средне и медленно изменяющиеся представляется крайне важным для понимания временных горизонтов, на которых должна реализовываться государственная политика, нацеленная на корректировку того или иного детерминанта финансового развития. Строго говоря, для определения быстро, средне и медленно изменяющихся факторов необходим анализ дисперсии рядов детерминантов. Однако ряды данных, характеризующих детерминанты финансового развития в России, в большинстве своем имеют крайне малую длину, поэтому применительно к российским условиям такое строгое разделение детерминант финансового развития затруднено. Вместе с тем сочетание экспертно-логического подхода со статистическими оценками (в отношении тех рядов, длина которых позволяет это сделать) позволило провести классификацию «рукотворных» факторов финансового развития на крайне медленно изменяющиеся, относительно медленно изменяющиеся и относительно быстро изменяющиеся, результаты которой представлены в таблице 2.

⁵ Для точного восприятия нужно учитывать форму представления данного показателя – см. примечание 2 из перечня общих примечаний к рисункам 2 и 3.

Таблица 2 - Классификация детерминант финансового развития, подверженных корректирующим воздействиям со стороны государства, с точки зрения интенсивности изменяемости

Неизменные или крайне медленно изменяющиеся детерминанты	Детерминанты, изменяемые в долгосрочном периоде	Детерминанты, которые могут быть изменены на среднесрочном диапазоне или в краткосрочной перспективе
Группа демографических факторов и показателей развития человеческого капитала: - уровень образования; - Индекс человеческого развития.	Группа факторов, описывающих уровень защиты прав инвесторов и степень экономических свобод:	
	- уровень раскрытия информации	- Индекс прав собственности (Heritage Foundation).
	Группа показателей открытости:	
	- торговая открытость	- открытость капитального счета; - инвестиционная открытость.
	Группа факторов, описывающих размер государства и его присутствие на финансовом рынке:	
	- доля налогов в ВВП.	- соотношение госдолга и ВВП.
	Группа макроэкономических и структурных факторов: - процентная ставка по депозитам.	Качество финансового регулирования: - сила защиты инвесторов; - Индекс защиты интересов миноритарных акционеров; - качество регулирования фондовых бирж. Уровень развития национальной экономики: - ВВП на душу населения.

Источник: составлено авторами.

Как видно из таблицы 2, методами государственной политики и инструментами финансового регулирования могут быть изменены достаточно быстро многие детерминанты финансового развития. Это указывает на то, что роль государства является крайне важной при формировании множества детерминант финансового развития и, соответственно, определения уровня финансового развития страны.

Разделение факторов финансового развития на подверженные и не подверженные корректирующему воздействию государственной политики и финансового регулирования создает основу для оценки эффективности проводимой государственной экономической политики и реализуемого государственного финансового регулирования.

Достаточно часто в процессе определения критериев эффективности экономической политики, финансового регулирования и органов, их осуществляющих высказываются мнение о сложности такого определения. Эта сложность увязывается с тем, что на параметры финансового рынка и финансового сектора существенное влияние оказывают

рыночные условия, в том числе краткосрочные колебания рынков, которые находятся заведомо за пределами компетенции регулирующих органов. Как представляется, в данном случае происходит подмена понятия финансового развития понятиями, связанными с результатами функционирования финансовых рынков и финансовых институтов. Финансовое развитие с недавних пор имеет свои измерители, сформулированные в работах сотрудников Всемирного банка [3], [4], которые позволяют отделить параметры финансового развития от параметров развития финансовых рынков и финансовых институтов. Индекс финансового развития, построенный на 20 показателях, измеряющих различные аспекты финансового развития [5], [6], как нельзя лучше подходит для использования в рамках оценки эффективности деятельности государственных органов, реализующих политику финансового развития и финансового регулирования.

Далее мы разделили «рукотворные» детерминанты финансового развития на несколько мегагрупп:

- детерминанты, корректируемые в ходе реализации государственной экономической политики,
- детерминанты, корректируемые через финансовое регулирование (к сфере финансового регулирования в данном случае были отнесены и параметры защиты интересов инвесторов).

Количественные значения детерминантов, входящих в одну мегагруппу, мы усреднили с использованием арифметических средних, в итоге были получены ряды данных, которые характеризуют усредненные характеристики условий финансового развития, сформированные в рамках государственной экономической политики и в результате осуществления национального финансового регулирования. Аналогичным образом мы сформировали усредненный ряд значений медленно изменяющихся факторов, которые в своем большинстве не зависят от реализуемой экономической политики (либо зависят в малой степени и с большим временным лагом). Кроме того, мы отдельно выделили динамику показателя ВВП на душу населения, так как она не является в полной мере результатом экономической политики, а амплитуда колебаний данного показателя значительно превосходит амплитуду других показателей, характеризующих результаты проводимой экономической политики.

Результаты сопоставления динамики таких рядов с динамикой индекса финансового развития России приведены на рисунке 4.

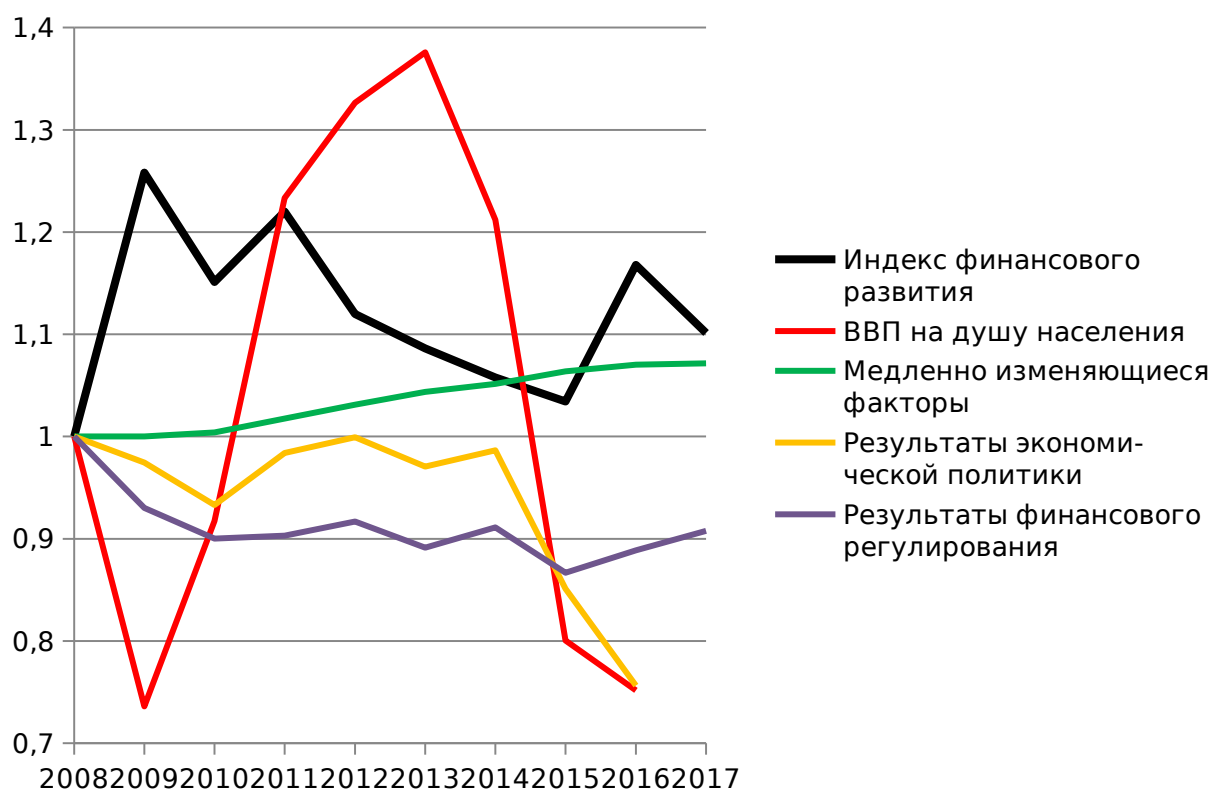


Рисунок 4 – Динамика Индекса финансового развития России и факторов финансового развития, разделенных на группы с точки зрения их связи с результатами проводимых экономической политики и финансового регулирования

Как видно на рисунке 4, после 2008 года лишь медленно изменяющиеся детерминанты финансового развития сохранили свое позитивное влияние на финансовое развитие в России. Напротив, «рукотворные» факторы – как проводимая экономическая политика, так и реализуемый сценарий финансового регулирования (включая деятельность государства по защите инвесторов) – негативно влияют на динамику Индекса финансового развития Российской Федерации.

4.2. Предложения по установлению ключевых показателей эффективности для повышения адекватности оценки результатов финансового развития

Ключевые показатели эффективности (КПЭ; Key Performance Indicators - KPI) должны отражать изменение уровня финансового развития, при этом вычленять ту часть этого изменения, которая не связана с неизменными («естественными») факторами.

Важнейшим KPI должен стать Индекс финансового развития России. Как представляется, этот показатель, несмотря на настороженное отношение к нему отдельных теоретиков, оказался достаточно адекватным с точки зрения отражения реальной картины финансового развития. В отличие от, например, показателей Рейтинга Международных

финансовых центров (МФЦ), в котором на достаточно высоких местах могут оказаться фактически не функционирующие МФЦ, Индекс финансового развития не дает поводов для нахождения таких парадоксальных ситуаций. Он также не отдает предпочтений ни одной из групп стран, сформированных ли по признаку типа правовой системы (например, в Рейтинге МФЦ явное преимущество имеют страны с англо-саксонским правом), или по региональной принадлежности (в Рейтинге МФЦ оказывается явное внимание странам Персидского залива).

Применительно к показателям финансового развития идеальным вариантом интегрального целевого показателя является сам Индекс финансового развития, разработанный и рассчитываемый по 183 странам Международным валютным фондом. Логичность его использования в качестве ключевого КПЭ обуславливается также тем, что структура его расчета полностью соответствует международному консенсусному представлению о современном наборе целей финансового развития. Соответственно, в случае установления целей развития российского финансового сектора в соответствии с общепринятой структурой целей финансового развития субиндексы данного индекса могли бы отражать достижение целей по каждому отдельному направлению. Однако Банк России, предлагая как показатели собственного «изготовления», так и применяя в качестве иллюстраций показатели международных финансовых организаций (Всемирного банка и Всемирного экономического форума), принципиально отказался от использования наиболее адекватного инструментария оценки реализации стратегических документов в области финансового развития.

Во вторую группу КПЭ финансового развития (второго уровня иерерхии, имея в виду, что первый уровень занимает сам Индекс финансового развития) следует включить субиндексы Индекса финансового развития. Возможно, в отдельную группу КПЭ финансового развития (третьего уровня иерерхии) следует включить некоторые из тех показателей, которые используются при расчете субиндексов данного Индекса.

При установлении целевых индикаторов (показателей достижения целей) должны быть обязательно выдержаны три принципиальных момента [79]:

- должна выполняться норма, заложенная в пункте 11 статьи 7 ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации»: «Принцип измеряемости целей означает, что должна быть обеспечена возможность оценки достижения целей социально-экономического развития и обеспечения национальной безопасности Российской Федерации с использованием количественных и (или) качественных целевых показателей, критериев и методов их оценки, используемых в процессе стратегического планирования» [80, ст. 7, п. 11];

- статьей 7 ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации» установлено, что целевые индикаторы должны выступать инструментом оценки достижения целей. Целевые индикаторы стратегии развития финансового рынка должны обеспечивать возможность оценки достижения целей, зафиксированных в данной стратегии, а не просто реализации запланированных мероприятий. В противном случае деятельность регуляторов оказывается отвлеченной от общественно значимых целей, и выполнение намеченных им мероприятий может не оказывать никакого влияния на достижение общественно-значимых целей развития финансового рынка. Использование в качестве КПЭ финансового развития Индекса финансового развития и его субиндексов как нельзя лучше соответствует этим требованиям.

- необходимо обеспечивать безусловное соответствие утверждаемых целевых индикаторов целям стратегии, как это предусмотрено пунктом 12 статьи 7 ФЗ «О стратегическом планировании в Российской Федерации»: «Принцип соответствия показателей целям означает, что показатели, содержащиеся в документах стратегического планирования и дополнительно вводимые при их корректировке, а также при оценке эффективности деятельности федеральных органов исполнительной власти, органов исполнительной власти субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, должны соответствовать целям социально-экономического развития и обеспечения национальной безопасности Российской Федерации» [80, ст. 7, п. 12].

Система КПЭ, на наш взгляд, должна также включать целевые индикаторы, характеризующие выполнение задач по тем направлениям экономической политики и финансового регулирования, которые значимо влияют на уровень финансового развития, и при этом не оказывают значимого влияния на иные цели с более высоким уровнем иерархии, в том числе конфликтующих с задачами повышения уровня финансового развития.

В качестве КПЭ должны использоваться показатели, отражающие вклад того или иного детерминанта финансового развития, находящегося в зоне ответственности того или иного государственного органа, в прирост Индекса финансового развития России.

Таким образом, предлагается сформировать принципиально новую систему ключевых показателей эффективности финансового развития (КПЭ документов стратегического планирования в области развития финансового сектора), включающую четыре иерархических уровня:

1. Главный КПЭ финансового развития в Российской Федерации – Индекс финансового развития Российской Федерации и темпы его прироста.

2. КПЭ второго уровня – субиндексы Индекса финансового развития Российской Федерации и темпы их приростов
3. КПЭ третьего уровня – некоторые из показателей, участвующие в расчете субиндексов Индекса финансового развития Российской Федерации. На наш взгляд, в число таких показателей следует включить те показатели, которые не зависят в явном виде от изменчивой конъюнктуры финансовых рынков, в том числе:

- i. Кредит частному сектору, % ВВП;
- ii. Активы пенсионных фондов, % ВВП;
- iii. Активы взаимных фондов, % ВВП;
- iv. Страховые премии, по страхованию жизни и прочим видам страхования, % ВВП;
- v. Количество отделений банков на 100 000 взрослого населения;
- vi. Количество банкоматов на 100 000 взрослого населения;
- vii. Спрэд между ставками процента по кредитам и депозитам;
- viii. Соотношение дохода и активов банков;
- ix. Рыночная капитализация рынка акций, % ВВП;
- x. Доля корпораций без учета 10 крупнейших корпораций в совокупной рыночной капитализации;
- xi. Совокупное количество эмитентов долговых ценных бумаг финансовых и нефинансовых корпораций, внутренних и внешних;
- xii. Коэффициент оборачиваемости акций - соотношение объема торговли акциями и капитализации.

4. КПЭ четвертого уровня – показатели, отражающие положительную корректировку того или иного детерминанта финансового развития, находящегося в зоне ответственности государственного органа, ответственного за те или иные направления экономической политики, политики финансового развития и финансового регулирования, произведенную данным органом.

Как представляется, такая система ключевых показателей эффективности финансового развития будет наиболее адекватной как целям финансового развития, так и задаче объективно оценить вклад того или иного органа, ответственного за проведение политики финансового развития, в финансовое развитие России. В такой системе целевых индикаторов обеспечивается взаимная увязка всех сторон финансового развития, а также нацеленность органов государственного управления и регулирования на решение

общественно-значимых задач, одной из которых является задача повышения уровня финансового развития Российской Федерации.

Список использованных источников

- 1 World Bank. (2015). Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-0472-4.
- 2 Arcand, Jean-Louis, Enrico Berkes, and Ugo Panizza. 2012. Too Much Finance? IMF Working Paper 12/161, International Monetary Fund Washington.
- 3 Martin Čihák, Asli Demirgüç-Kunt, Erik Feyen, Ross Levine (2012). Benchmarking Financial Systems around the World. Policy Research Working Paper № 6175. The World Bank.
- 4 Martin Čihák, Asli 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/w18946>
- 5 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
- 6 Svirydzenka, Katsiaryna (2016). Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper WP/16/5 – IMF.
- 7 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). Law and Finance. // Journal of Political Economy. # 106. P. 1113 – 1155.
- 8 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997). Legal Determinants of External Finance. // Journal of Finance. # 52. P. 1131 – 1150.
- 9 La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1999). Investor Protection: Origins, Consequences, Reform. NBER. WP # 7428.
- 10 Modigliani, F., Perotti, E. (2000). Security markets versus bank finance: legal enforcement and investor protection.// International Review Finance. № 1, P. 81–96.
- 11 Djankov, S., C. McLeish, and A. Shleifer. (2007). Private Credit in 129 Countries. // Journal of Financial Economics, Volume 84, Issue 2, pp. 299–329.
- 12 La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., Shleifer, A. (2006). What Works in Securities Laws? // Journal of Finance, 61 (1), pp. 1–32.
- 13 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.
- 14 Rajan R., Zingales L. (1998). Financial Dependence and Growth. // The American Economic Review. Vol. 88. # 3. P. 559 – 586.
- 15 Beck, T., A. Demirgüç-Kunt, and R. Levine. (2005). Law and Firms' Access to Finance. // American Law and Economics Review, No 7, Pp. 211–252.
- 16 Норт Д.; Уоллис Д.; Вайнгайт Б. (2011). Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества. - М.: Изд. Института Гайдара. 480 с. ISBN 978-5-93255-303-9.
- 17 Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. Финансовые аспекты модели инклюзивного роста современной экономики. Препринт. – М., РАНХиГС, 2018. Working Papers 031940, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration. Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3354539> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3354539>
- 18 Barth, James R., Gerard Caprio Jr., and Ross Levine. (2012). The Guardians of Finance: Making Regulators Work for Us. Cambridge, Mass.: MIT Press.
- 19 Quintyn, Marc, and Geneviève Verdier. (2010). Mother, Can I Trust the Government? Sustained Financial Deepening—A Political Institutions View. IMF Working Paper 10/210, Washington, D.C.
- 20 Bordo, Michael D., and Peter L. Rousseau. (2006). Legal-Political Factors and the Historical Evolution of the Finance-Growth Link. // European Review of Economic History, # 10, Pp. 421–444.
- 21 Acemoglu, Daron. (2003). Why Not a Political Coase Theorem? Social Conflict, Commitment and Politics. // Journal of Comparative Economics 31, Pp. 620–652.
- 22 Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, and Christian Lundblad. (2006). Growth Volatility and Financial Liberalization. // Journal of International Money and Finance, Vol. 25, Pp. 370–403.
- 23 Monnet, C., Quintin, E., 2007. Why do financial systems differ? History matters. J. Monet. Econ. 54, 1002–1017.
- 24 Torre, A., Feyen, E., Ize, A., 2013. Financial development: structure and dynamics. World Bank Econ. Rev. 273, 514–541.
- 25 Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2003. People's opium? Religion and economic attitudes. // Journal of Monetary Economics 50, 225–282.
- 26 Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2004. The role of social capital in financial development. // American Economic Review 94, 526–556.
- 27 Guiso, L., Sapienza, P., Zingales, L., 2009. Cultural biases in economic exchange? // Quarterly Journal of Economics 124, 1095–1131.
- 28 Beck, T. (2012). The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics / The Oxford Handbook of Capitalism (Edited by Dennis C. Mueller).

- 29 Anton Badev, Thorsten Beck, Ligia Vado, Simon Walley. 2014. *Housing Finance Across Countries*. New Data and Analysis. Policy Research Working Paper № 6756.
- 30 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.
- 31 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.
- 32 OECD (2006). *Policy Framework for Investment: A Review of Good Practices*.
- 33 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.
- 34 Stulz, R.M., and R. Williamson. 2003. Culture, Openness, and Finance. // *Journal of Financial Economics*, # 70, Pp. 313–349.
- 35 Beck, Thorsten, Asli Demirgüç-Kunt, and Ross Levine. (2003). Law, Endowments, and Finance. // *Journal of Financial Economics*, Vol. 70, Pp. 137–181.
- 36 Claessens, S., Laeven, L. (2005). Financial Dependence, Banking Sector Competition, and Economic Growth. *Journal of the European Economic Association*, 3 (1), pp. 179–207.
- 37 Boot, Arnoud, and Anjan V. Thakor (2000). “Can Relationship Banking Survive Competition?” *Journal of Finance*, 55, 679–713.
- 38 Gelos, R. Gaston and Jorge Roldos (2002). “Consolidation and Market Structure in Emerging Market Banking Systems.” IMF Working Paper 02/186, International Monetary Fund, November 2002.
- 39 Claessens, Stijn and Luc Laeven (2004). What Drives Bank Competition? Some International Evidence. // *Journal of Money, Credit and Banking*, 36, 563–584.
- 40 Alda, M. (2017). The relationship between pension funds and the stock market: Does the aging population of Europe affect it? *International Review of Financial Analysis*, 49, pp. 1–38.
- 41 Meng, C., and W.D. Pfau. 2010. “The Role of Pension Funds in Capital Market Development.” National Graduate Institute for Policy Studies (GRIPS) Discussion Papers 10-17. Tokyo: GRIPS.
- 42 Rocholl, J., and T. Niggemann. 2010. “Pension Funding and Capital Market Development.” Working Paper, ESMT.
- 43 Rezk, E., M. Irace, and V. Ricca. 2009. “Pension Funds’ Contribution to the Enhancement of Aggregate Private Saving: A Panel Data Analysis for Emerging Economies.” Working Paper. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1992440> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1992440>
- 44 Clark, Gordon L. 2000. *Pension fund capitalism*. - Oxford: Oxford University Press.
- 45 Walker, E., and F. Lefort. 2002. “Pension reform and capital markets: are there any (hard)links?” *Revista ABANTE*, vol. 5, no. 2: 77–149.
- 46 Davis, E.P. and Y.-W. Hu. 2004. “Is There a Link Between Pension-Fund Assets and Economic Growth? A Cross-Country Study.” Brunel University and NIESR, mimeo.
- 47 Poterba, James. 2004. “The Impact of Population Ageing On Financial Markets”, National Bureau of Economic Research Working Paper 10851.
- 48 Narayan, P.K., Mishra, S., Narayan, S. (2011). Do market capitalization and stocks traded converge? New global evidence. *Journal of Banking & Finance*, 35, pp. 2771–2781.
- 49 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.
- 50 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.
- 51 Engerman, S.L., and K.L. Sokoloff. 1997. “Factor Endowments, Institutions, and Differential Paths of Growth among New World Economies: A View from Economic Historians of the United States.” In S. Haber, ed., *How Latin America Fell Behind*. Stanford, CA: Stanford University Press, pp. 260–304.
- 52 Kurronen, S. (2015). Financial sector in resource-dependent economies. *Emerging Markets Review*, 23, pp. 208–229.
- 53 Boyd, J.H., R. Levine, and B.D. Smith. 2001. “The Impact of Inflation on Financial Sector Performance.” *Journal of Monetary Economics* 47: 221–48.
- 54 Miguel Á. Tinoco Zermeno, Francisco Venegas Martínez and Víctor H. Torres Preciado (2018). Effects of inflation on financial sector performance: New evidence from panel quantile regressions. // *Investigación Económica*, vol. LXXVII, núm. 303, enero-marzo de 2018, pp. 94–129.
- 55 Didier, T., and Schmukler, S. (eds.) (2014). *Emerging Issues in Financial Development. Lessons from Latin America*. Washington, DC.
- 56 De Gregorio, J., and Sturzenegger, F. (1994). Credit markets and the welfare costs of inflation. NBER Working Paper no. 4873. National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA.
- 57 Choi, S., Smith, B.D., and Boyd, J.H. (1996). Inflation, financial markets and capital formation. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 78(3), pp. 9–35.
- 58 Bose, N. (2002). Inflation, the credit market, and economic growth. *Oxford Economic Papers*, 54(3), pp. 412–434.

- 59 La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, and A. Shleifer. 2002. Government Ownership of Commercial Banks. // *Journal of Finance*, # 57, Pp. 265–301.
- 60 Robert Cull, Maria Soledad Martinez Peria and Jeanne Verrier (2017). Bank Ownership: Trends and Implications. IMF Working Paper. WP/17/60.
- 61 Micco, A., & Panizza, U. (2006). Bank ownership and lending behavior. // *Economics Letters*, # 93(2), Pp. 248-254.
- 62 Farazi, S., Feyen, E., & Rocha, R. (2013). Bank ownership and performance in the Middle East and North Africa Region. // *Review of Middle East Economics and Finance*, # 9(2), Pp. 159-196.
- 63 Claessens, S., Demirgüç-Kunt, A., & Huizinga, H. (2001). How does foreign entry affect domestic banking markets? // *Journal of Banking & Finance*, # 25(5), Pp.891-91.
- 64 Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. // *Journal of financial economics*, # 72(2), Pp. 357-384.
- 65 Allen, F., Jackowicz, K., Kowalewski, O., Kozłowski, L. (2017). Bank lending, crises, and changing ownership structure in Central and Eastern European countries. *Journal of Corporate Finance*.
- 66 Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Martinez Peria, M. S. (2007). Reaching out: Access to and use of banking services across countries. *Journal of Financial Economics* 85(1), 234-266.
- 67 De la Torre, A., and A. Ize. 2011. Containing Systemic Risk: Paradigm-Based Perspectives on Regulatory Reform. // *Economia*, Vol. 11(1), Pp. 25–64.
- 68 Menaldo, V. 2016. The Fiscal Roots of Financial Underdevelopment. // *American Journal of Political Science*, Vol. 60, No. 2 (April 2016), pp. 456-471. Available at: <https://www.jstor.org/stable/24877632>
- 69 Данилов Ю.А. (2019). Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития. // *Вопросы экономики*. № 3. С. 29-47.
- 70 Данилов Ю.А., Пивоваров Д.А. (2018). Финансовая структура в России: выводы для государственной политики // *Вопросы экономики*. № 3. С. 30 – 47. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-3-30-47>
- 71 Popov A. (2017). Evidence on finance and economic growth. European Central Bank Working Paper Series No 2115.
- 72 Valickova, P., T. Havranek, and R. Horvath (2015). Financial Development and Economic Growth: A Meta analysis. // *Journal of Economic Surveys*. Volume 29, Issue 3. Pages 506–526.
- 73 Geert Hofstede (2001). *Culture's Consequences. Comparing Values, Behaviors, Institutions and Organizations Across Nations*. Second edition. – L., Sage Publication.
- 74 Geert Hofstede. (2011). Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context. *Online Readings in Psychology and Culture*, 2(1). Режим доступа: <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>.
- 75 Chinn M., Ito H. The Chinn-Ito Index. A de jure measure of financial openness. Updated to 2017 (9/7/2019). Режим доступа: http://www.web.pdx.edu/~ito/Chinn-Ito_website.htm
- 76 Biswa, N.B. (2013). Determinants of bond market development in Asia. // *Journal of Asian Economics*. Volume 24, Pages 124-137. Режим доступа: <https://doi.org/10.1016/j.asieco.2012.11.002>
- 77 Barth, J.R., G. Caprio, and R. Levine. (2006). *Rethinking Bank Regulation: Till Angels Govern*. – NY, Cambridge University Press.
- 78 Beugelsdijk S., Maseland R. (2014). *Culture in economics*. - Cambridge, Cambridge University press.
- 79 Данилов Ю.А. Стратегическое планирование финансового развития: как учесть мировой опыт в российской практике. // *Государственная служба*. 2019, №1 (117), с. 71-80.
- 80 Федеральный закон от 28.06.2014 N 172-ФЗ "О стратегическом планировании в Российской Федерации".