

УДК 330.3(045)

ПЕРСПЕКТИВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ ВЛИЯНИЯ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ НА ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ*

Гребенькова М.А.,

студентка факультета финансовых рынков,
Финансовый университет,
Москва, Россия
mariya_grebenkova@mail.ru

Аннотация. В работе рассмотрены и систематизированы современные направления исследования влияния финансового развития на экономический рост. Выявлено, что, с методологической точки зрения перспективными являются три направления исследований. Во-первых, исследования, построенные на оценке эконометрических моделей, включающих в качестве индикаторов финансового развития переменные финансовой эффективности и стабильности. Во-вторых, исследования, использующие в моделях переменные, отражающие уровень развития институтов. В-третьих, исследования, использующие модели, описываемые нелинейными функциями. Кроме того, перспективным как с теоретической, так и с практической точек зрения является направление изучения характера взаимосвязи развития финансовой системы и экономического роста на уровне регионов внутри стран. Данные исследования позволяют выработать сфокусированные в том числе на региональном уровне рекомендации по проведению экономической политики в рамках рассматриваемой страны или группы стран.

Ключевые слова: финансовое развитие; экономический рост; финансовая глубина; финансовая эффективность; финансовая стабильность; институциональные переменные; модель пороговой векторной авторегрессии; модель векторной авторегрессии с марковским переключением режимов

THE PROSPECTIVE AREAS OF EMPIRICAL RESEARCHES ON THE IMPACT OF FINANCIAL DEVELOPMENT ON ECONOMIC GROWTH

Greben'kova M.A.,

student, Faculty of Financial Markets,
Financial University,
Moscow, Russia
mariya_grebenkova@mail.ru

Abstract. In this paper, I considered and systematized the modern directions of research of the impact of financial development on economic growth. I revealed that, from the methodological point of view, three areas of research are promising. First, the research based on the evaluation of econometric models, which

Научный руководитель: **Криничанский К.В.**, доктор экономических наук, профессор, профессор Департамента финансовых рынков и банков, Финансовый университет, Москва, Россия.

* Статья призера IX Международного научного студенческого конгресса «Цифровая экономика: новая парадигма развития».

include financial performance and stability variables as indicators of financial development. Second, the research employing in models variables that reflect the level of development of institutions. Third, studies using models described by nonlinear functions. In addition, from theoretical and practical points of view as well, it is promising to study the nature of the relationship between the development of the financial system and economic growth at the regional level within the countries, due to the fact that these studies allow developing focused recommendations for economic policy within the country or group of countries.

Keywords: *financial development; economic growth; financial depth; financial efficiency; financial stability; institutional variables; threshold vector autoregression models; Markov-switching vector autoregressive (MS-VAR) time series model*

Предыстория концепции влияния финансового развития на экономический рост

Обобщение и систематизация существующих к данному моменту работ, посвященных изучению некоторой проверяемой экономической взаимосвязи, является важным этапом исследований по соответствующей теме. Ценность такого обобщения состоит в том, что, во-первых, разграничиваются направления исследований, которые базируются на собственных методах и предположениях, во-вторых, делаются заключения относительно полученных результатов, их непротиворечивости, соответствия теоретическим предположениям, наконец, в-третьих, определяется повестка очередных исследований по теме.

Все эти замечания напрямую можно отнести к работам, содержащим критические обзоры литературы по теме связи финансов и экономического роста. Наше исследование можно отнести к такого рода работам. Прежде всего, мы рассчитываем, что оно позволит *выявить перспективные направления проведения дальнейших исследований в области изучения влияния финансового развития на экономический рост*. Это и составляет цель данного исследования. Его объектом выступают эконометрические модели, переменные и функции, объясняющие связь финансов и роста, а предметом – характеристики и качество данных моделей.

На наш взгляд, из наиболее «свежих» по дате выпуска работ, полезными в контексте наших изысканий можно назвать статьи С.-Х. Ло и др. [1, с. 5373; 2, с. 37], а также Ш. Абази и А. Али [3, с. 16]¹. Авторы представили подробный пе-

речь предшествующих исследований по теме влияния финансового развития на экономический рост² с указанием используемых методов, переменных, полученных результатов.

В настоящее время исследования влияния финансового развития на экономический рост представлены очень широко. Среди организаций, которые «спонсируют» такую работу, – Международный валютный фонд, Всемирный Банк, Банк международных расчетов, Европейский центральный банк. При этом можно заметить, что эмпирические исследования, нацеленные на оценивание параметров зависимости между финансовым развитием и экономическим ростом, стали широкой практикой в относительно недавнем прошлом – только с начала 1990-х гг. Большинство уже законченных исследований было адресовано к международному уровню анализа. Среди наиболее значимых – работы Р. Кинга и Р. Ливайна (1993, 2004 гг.), М. Чихака (2013 г.), П. Руссо и П. Вахтеля (2009 г.), Ф. Риохи и Н. Валева (2004 г.) и др.

Отметим, что отправной точкой многих исследований стала работа Р. Кинга и Р. Ливайна [4, с. 723], в которой приведена достаточно простая эконометрическая модель:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha F_{it} + \beta X_{it} + \varepsilon_{it} \quad (1)$$

ровании возможности измерения финансового развития с помощью качественных переменных. Кроме того, применение автором векторной авторегрессии не является новым методом изучения влияния финансового развития на экономический рост. При этом данная работа все же отлично дополняет российскую практику в рассматриваемой сфере исследований.

² Под финансовым развитием в данной работе следует понимать усиление посреднических функций финансовых институтов. Экономический рост выражается в темпах прироста реального ВВП.

¹ Также можно обратить внимание на работу S. Оно “Financial development and economic growth nexus in Russia” (2017 г.). Однако ее слабость состоит в использовании преимущественно переменных финансовой глубины и игнори-

где Y_{it} — темпы экономического роста страны i в момент времени t , которые измеряются как темпы реального ВВП на душу населения;

F_{it} — один из показателей, измеряющих уровень финансового развития страны i в момент времени t ;

X_{it} — вектор контрольных переменных по стране i в момент времени t ;

ε_{it} — белый шум (случайное возмущение);

α, β — искомые коэффициенты, связывающие финансы и рост.

Первоначально переменные финансового развития были представлены индикаторами финансовой глубины (наиболее популярные: доля кредита частному сектору в ВВП, отношение внутреннего кредита к ВВП и доля ликвидных обязательств в ВВП). Финансовая глубина имеет разные трактовки: она может быть рассмотрена в качестве предложения финансовых активов в экономике, что отражает степень финансового посредничества или денежного предложения в экономике [3, с. 7], либо, с точки зрения более узкой трактовки, как объем денежного предложения, обращающегося на финансовых рынках и секторах, которые минуют банковский сектор (go beyond banking sector) [5, с. 4].

Отметим, что если на рубеже XX–XXI вв. исследователи, находившие влияние финансовых переменных на рост, не определяли его границ, то начиная с выхода работы П. Л. Руссо и П. Вахтеля (2009 г.), в которой было отмечено сокращение влияния финансов на рост [6, с. 7], эта проблема приобрела существенное значение.

В данной работе предоставлены убедительные доказательства того, что «финансовое углубление» (financial deepening) стимулирует экономический рост до тех пор, пока оно не становится избыточным. Продолжая традицию использования финансовых индикаторов, заложенную в работе Кинга и Ливайна [6, с. 5], авторы изучают влияние таких индикаторов «финансовой глубины», как доля ликвидных обязательств в реальном ВВП, доля превышения ликвидных обязательств над узкими деньгами (M1) в реальном ВВП и отношение кредита, выданного частному сектору, к реальному ВВП на экономический рост, выраженный в темпах прироста реального ВВП.

П. Л. Руссо и П. Вахтел (2009 г.) делят исследуемый период на два временных промежутка:

первый охватывает диапазон 1960–1989 гг., второй — 1990–2004 гг. Метод наименьших квадратов при изучении регрессионной связи экономического роста в кросс-секции стран показал, что влияние первого показателя на рост снизилось с 4,2 до –0,3%, второго — с 5,8 до 0,7%, третьего — с 2,7 до –0,1% [6, с. 18]. Регрессия по 5-летним панельным данным с включением инструментальных переменных говорит о снижении с 2,8 до –0,1% первого показателя, с 4,6 до 0,2% второго показателя и с 2,4% до –0,5% третьего показателя [6, с. 19]. Согласно обобщенному методу моментов по пятилетним панельным данным на 2,7% (с 2,8 до 0,1%), 4% (с 4,4 до 0,4%), 0,7% по модулю (с 1,7 до –1%) по первому, второму и третьему показателям соответственно [6, с. 20]. Все три используемые техники оценки (кросс-секция, панельные

В данной работе предоставлены убедительные доказательства того, что «финансовое углубление» (financial deepening) стимулирует экономический рост до тех пор, пока оно не становится избыточным.

данные по пятилетним средним темпам экономического роста и динамические панельные данные) прошли тест на робастность. В результате изучения межстрановых панельных данных с помощью техники рекурсивной регрессии было обнаружено, что эффект финансового «углубления» на экономический рост варьируется в зависимости от уровня финансового развития страны. Избыток предложения денег и кредита ведет к банковскому кризису, и «финансовое углубление» прекращает оказывать положительное влияние на экономический рост. При этом отмечается, что на изменении влияния финансов на рост не сказались ни «либерализация» финансового сектора, ни возросшая роль фондового рынка. Данная работа стала «Рубиконом» в осознании влияния финансов на рост, потому что она, во-первых, ставила под сомнение корректность использования

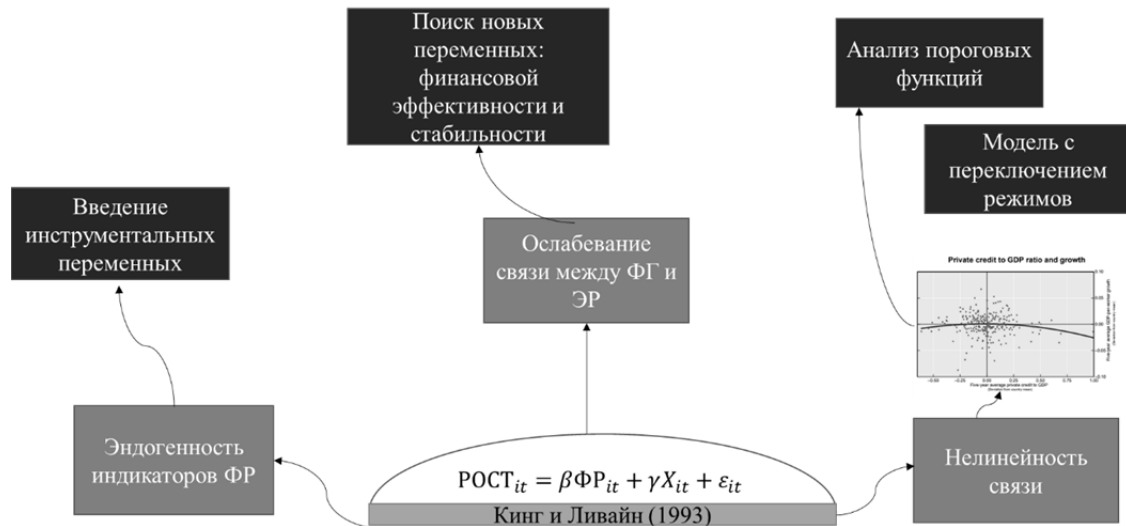


Рис. 1. Предпосылки и направления исследования влияния финансового развития на экономический рост

Примечание. ФР – финансовое развитие, ФГ – финансовая глубина, ЭР – экономический рост.

Источник: составлено автором.

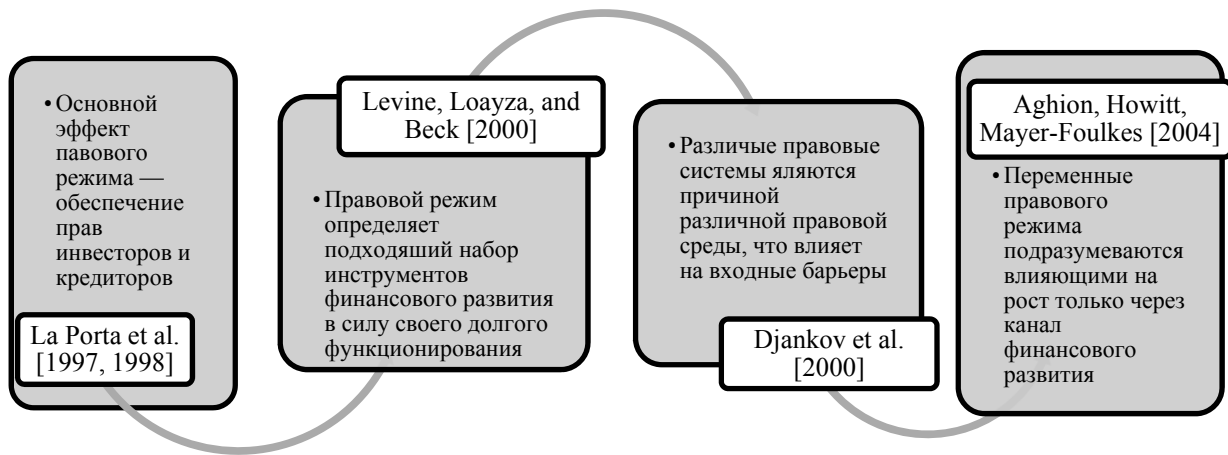


Рис. 2. Изучение влияния инструментальной переменной – правового режима – на экономический рост в ретроспективе

Источник: составлено автором по данным В. Bahadir, N. Valev. Journal of Banking & Finance. 2015; (56):61–71.

одних лишь переменных «финансовой глубины», во-вторых, указывала на необходимость использования моделей, улавливающих нелинейность связи финансов и роста, наличие предела «финансового углубления».

Проблема «перегрева экономики» сподвигла исследователей объяснять влияние финансов на рост через нелинейные функции. В качестве примера можно привести пороговый тип модели векторной авторегрессии (threshold VAR), а также модель VAR с марковским переключением режимов (Markov regime-switching VAR).

Еще одна дискуссионная зона изучаемой темы – взаимопричинность финансов и роста и эндогенность в моделях. Как известно, чтобы избежать эндогенности, в эконометрике вводят инструментальные прокси-переменные, на которые не оказывала бы влияния зависимая переменная (в данном случае – экономический рост), но сама зависела бы от них.

В качестве обобщения предложенного выше анализа представим развитие экономической мысли и методологии исследований, затрагивающих тему взаимосвязи финансов и роста,

Опыт введения в анализ переменных эффективности финансовых систем

Автор. Работа	Результаты
M. Cihak (2012 г.)	М. Чихак ввел разделение финансовых переменных на четыре категории, такие как: 1) финансовая глубина; 2) доступность финансовых услуг; 3) финансовая эффективность; 4) финансовая стабильность
J.R. Barth et al. (2013 г.)	В модели финансового посредничества Дж. Р. Барт предлагает 10 переменных финансовой эффективности [8, с. 2881]. Финансовая эффективность рассматривается как связанная с эффективностью государственного управления (в качестве переменных эффективности государственного управления автор заимствует переменные у Д. Кауфманна) [Kaufmann et al. (2006 г.)]. В качестве используемой методики изучения выборки из 4050 банков по 72 странам за период с 1999 по 2007 г. Барт обращается к DEA-анализу (от англ. Data Envelopment Analysis – анализ среды функционирования). В рамках оценки эффективности реформ банковского регулирования было обнаружено, что строгие ограничения банковской деятельности негативно и существенно влияют на банковскую эффективность
C. Albulescu and D. Goyeau (2014 г.)	На примере европейских стран авторами выявлено, что регионы, включающие более эффективные банки, были более устойчивы к финансовому и Европейскому долговому кризисам
J. Aizenman, Y. Jinjara, D. Park (2015 г.)	В данном исследовании предлагается измерять финансовую эффективность как кредитно-депозитный спред (lending-deposit interest spread). Отмечено, что для стран Восточной Азии данный показатель имеет положительную связь с экономическим ростом в финансовой сфере, страховании и секторе недвижимости и отрицательную в строительном секторе. Рост оптовой и розничной торговли положительно коррелирует с финансовой эффективностью в Восточной Азии, но отрицательно в Южной Америке. В качестве объясняющей переменной используется уже не отношение банковского кредита частному сектору к ВВП, а доля банковского кредита частному сектору в добавленной стоимости услуг «Финансы и бизнес» как альтернативная прокси-переменная финансового качества [9, с. 17]
T. Havranek et al. (2015 г.)	Авторами исследуется связь между банковской эффективностью и транзитным каналом чешских банковских продуктов (на примере кредитов и депозитов). Оказывается, эффективные банки смягчают (снижают) ставки по займам, связи между банковской эффективностью и надбавками по займам нет [10, с. 111]
A. Belke, U. Haskampa, R. Setzerb (2016 г.)	На примере 129 европейских стран по 34858 банкам за период с 2007 по 2013 г. было обнаружено, что связь между финансовой эффективностью и ростом продуктивности сильнее в регионах с низким ВВП на одного занятого. Канал финансовой эффективности сильнее, чем канал финансового объема: например, рентабельность стимулирует рост в региональном масштабе, так как больше склонна коррелировать с неотъемлемыми характеристиками банковской деятельности (например, лучшая команда по выбору проектов). В связи с этим авторами выносятся предложения по сокращению экономических диспропорций между странами через повышение банковской эффективности [11, с. 421]
B. Diallo, (2018)	На выборке из 38 стран выявлено, что банковская эффективность оказывает влияние на повышение темпов роста только в индустриях, которые более зависимы от внешнего финансирования. Разница в росте отраслей промышленности 75 перцентиля и 25 перцентиля зависимости от внешнего финансирования составляет 2,41% в кризисные периоды. Механизм, через который банковская эффективность влияет на рост, является кредитным (“credit-channel”). Контрольными переменными в данной работе выступают финансовое развитие, банковская концентрация и конкуренция, зарубежная банковская деятельность, внутренний и внешний государственный долг, банковский надзор, чистая процентная маржа, уровень экономического развития (измеряется как темпы роста реального ВВП), инфляция, торговля, обменный курс, изменения в монетарной политике, возможности роста и необходимость в рабочем капитале [12, с. 19]

Источник: составлено автором.

в виде схемы (рис. 1), являющейся своего рода деревом эволюции.

Рассмотрение моделей влияния финансов на рост с использованием качественных переменных

В 2009 г. появилась потребность введения новых переменных, отражающих качество финансового развития. В 2012 г. М. Чихак представил систему переменных финансового развития, подразделяющую их на четыре категории: финансовая глубина; доступность финансовых услуг; финансовая эффективность; финансовая стабильность [7, с. 9]. Можно заметить, что наряду с количественными метриками данная классификация охватывает неколичественные. Наше внимание концентрируется на тех из них, которые отвечают за измерение эффективности финансовых систем. В табл. 1 приведен обзор мировых практик по построению эконометрических моделей влияния финансового развития на экономический рост по принципу «использование новых финансовых переменных».

В связи с возможной двусторонней связью между финансовым развитием и экономическим ростом и проблемой эндогенности перспективным считается использование в моделях инструментальных переменных. Примерами таких переменных, используемыми в исследованиях по анализируемой теме, выступают институциональные переменные, отражающие правовой режим, эффективность государственного управления, степень коррумпированности в стране. Фундаментальной в этом плане считается работа Д. Кауфманна, в которой приводится перечень инструментальных переменных таких, как право голоса и подотчетность, политическая стабильность и отсутствие случаев применения насилия, эффективность государственного управления, качество регулирования, правовой режим и противодействие коррупции [13, с. 6]. Во многих работах пристальное внимание уделено переменной «правовой режим», которая отражает защищенность прав кредиторов и инвесторов в определенных странах, историю применения которой в моделях связи финансов и роста можно проследить на рис. 2.

В рамках построения регрессионных моделей роста в работах [14, с. 1122; 15, с. 27] и др. успешно используется метод ввода в специ-

фикацию экзогенной инструментальной переменной – происхождения правовых систем. Результаты говорят об очень сильной связи инструментальных переменных и экономического роста.

Исследование нелинейной связи между финансами и ростом

Изучение литературы показало, что линейные модели, объясняющие динамику экономического роста посредством финансовых переменных, имеют несомненные достоинства, но также обнаруживают тот недостаток, что с их помощью нельзя удовлетворительно объяснить обнаруживающее себя в последний период ослабление влияния финансов на экономику³. Так, в статье П.Л. Руссо и П. Вахтеля (2002 г.) доказывается, что положительное воздействие финансового развития на рост уменьшается с увеличением уровня инфляции. В работе Ф. Риохи и Н. Валева (2004 г.) выявлена нелинейная зависимость между финансами и ростом, причем она выражается через разные переменные в странах в разном уровне развития: в развитых странах финансы способствуют росту через канал общей факторной производительности, а в развивающихся – благодаря участию финансовых систем в процессах мобилизации капитала.

В рамках исследования нелинейной зависимости финансов и роста интересно рассмотреть два направления исследования: изучение пороговых моделей и изучение межрегиональной конвергенции. Результаты второго способа систематизации работ по выявлению зависимости экономического роста от финансового развития по принципу «использование новых нелинейных моделей» представлены в табл. 2.

Стоит отметить, что наиболее востребованные модели изучения нелинейности – пороговая векторной авторегрессии (threshold VAR) и векторная авторегрессионная с марковскими переключениями режимов MRS-VAR. Хотя ведутся споры о целесообразности применения методов DEA (Data Envelopment Analysis – анализ свертки данных) и стохастической границы.

³ Так как это коснулось главным образом стран с развитой финансовой системой, соответствующий феномен можно было бы назвать «ловушкой развитых экономик».

Результаты исследования связи финансов и роста с использованием нелинейных моделей

Автор. Работа	Результаты
V. Pritchett (1997 г.)	Автором выявлен пропорциональный разрыв в ВВП на душу населения между самыми богатыми и самыми бедными странами, который увеличился более чем в 5 раз с 1870 по 1990 г.
G. Rajan and L. Zingales (1998 г.)	Исследования показали, что фирмы в странах с более развитой финансовой системой могут получить более дешевый доступ к внешнему финансированию, что повышает экономический рост
L. Deidda and B. Fattouh (2002 г.)	Авторами были сделаны некоторые выводы по наличию нелинейной связи финансов и роста, поскольку в странах с высоким уровнем дохода финансы – существенная переменная, с низким – несущественная, что говорит о феномене дивергенции в экономическом развитии разных стран
D. Mayer-Foulkes (2002 г.)	В этом случае дивергенция, исследуемая авторами, проявляется в разделении стран на три группы: 1) полустагнации (низкий уровень дохода и ожидаемая продолжительность жизни); 2) полуразвития (средний уровень дохода и высокая ожидаемая продолжительность жизни); 3) развития (высокий уровень дохода и ожидаемая продолжительность жизни)
Ф. Rioja and H. Valev (2004 г.)	Ф. Риоха и Н. Валева исследуют явление нелинейности связи финансов и роста: статистически значительная взаимосвязь финансового развития и экономического роста наблюдается при низком значении финансовой глубины, сильная и положительная – при средних значениях, слабая и положительная – при высоких
L. Shen and H. Lee (2006 г.)	Авторами исследуется нелинейная связь обратной U-образной формы между финансами (переменная фондового рынка) и экономическим ростом
E. Ergungor (2008 г.)	Нелинейная связь между банковским сектором и экономическим ростом. Страны с устойчивым законодательством растут быстрее, когда финансовая система более банкоориентирована
L. Huang and H. Lin (2009 г.)	Нелинейная положительная связь между финансовым развитием и экономическим ростом ярче проявляется в странах с низким уровнем дохода
L. Cojocaru, S. Hoffman, J. Miller (2011 г.)	Объектом изучения выступают страны постсоветского пространства (страны Центральной и Восточной Европы и страны СНГ – СЕЕ и СИС). Авторы использовали прокси-переменные финансовой глубины и улучшения финансовой эффективности. Что касается финансовой глубины, было обнаружено, что в целом кредит частному сектору стимулирует экономический рост за исключением периодов гиперинфляции, но высокие процентные ставки и концентрация банковского сектора препятствуют росту
G. Cecchetti and E. Kharroubi (2012 г.)	Финансовое развитие оказывает обратный U-образный эффект на рост производительности, является препятствием для экономического роста. Точкой разворота выступают 90% ВВП [17, с. 29]. Когда финансовый сектор составляет более 3,9% от суммарной занятости, дальнейшее финансовое развитие, вероятно, будет негативно сказываться на экономическом росте
M.J.L. Arcand et al. (2012 г.)	В данном исследовании доказано, что порогом является 100% ВВП, переходя через который финансы оказывают негативный эффект на экономический рост [18, с. 20]. Отрицательная связь финансов и роста в случае стран с высоким уровнем дохода начинает прослеживаться тогда, когда доля частного кредита к ВВП превышает порог примерно в 110%

Автор. Работа	Результаты
S.H. Law, W.N.W. Azman-Saini, M.H. Ibrahim (2013 г.)	В данной работе используется пороговая функция, предложенная Б.И. Хансеном (Hansen B. I., 2000 г.). Наблюдается существенный институциональный порог в функции связи финансового развития и экономического роста, ниже которого финансовое развитие не оказывает значительного влияния на экономический рост. Пороговый уровень развития финансовых институтов (который измеряется по шкале от 1 до 10) составляет 3,377. Авторами применено две системы показателей институционального развития. Согласно первой (которая повторяет методологию (N. Bekaert et al., 2005 г.) и опирается на данные Международного гида по страновому риску) выступают: 1) степень коррумпированности; 2) законопослушность граждан; 3) качество бюрократического управления. Эти показатели измеряются по балльной шкале от 1 до 10. Согласно второй системе показателей, которая была предложена Кауфманом (D. Kaufmann et al., 2009 г.), используются три следующих показателя институционального развития: 1) противодействие коррупции; 2) законопослушность граждан; 3) эффективность государственного управления [1, с. 5375]
S. Law and N. Singh (2014 г.)	Авторами продолжено исследование порогового значения в связи финансов и роста с использованием трех индикаторов финансовой глубины: для кредита частному сектору оно составляет 94%, ликвидных обязательств – 97% и внутреннего кредита – 100% [2, с. 43]. Так, например, увеличение первого индикатора на 1% стимулирует экономический рост на 0,066%, но когда объем кредитования частного сектора превышает пороговое значение, его отрицательное влияние на рост составляет 0,067%
N. Samargandi, J. Fidrmuc, S. Ghosh (2014 г.)	Авторами выявлено, что финансиализация экономики может оказаться пагубной для стран со средним уровнем доходов. Более того, подтверждено наличие U-образной связи финансов и роста. Также обнаружено, что влияние финансового развития на экономический рост различается в зависимости от страны в силу гетероскедастичности структуры экономики, финансовых рынков, качества институтов и других факторов [19, с. 18]
T. Konečnŷa, O. V. Kucharčukovŷa (2014 г.)	В данной работе на примере Чешской республики предпринята попытка оценить взаимное влияние финансов и роста. Кредитный спред рассматривается как пороговая переменная. По оценкам этот спред должен составлять не более 3,28% (с учетом необслуживаемых займов (non-performing loans, NPL) = 2,73%) [20, с. 9] в целях предотвращения финансовых кризисов
S.G. Cecchetti, E. Kharroubi (2015 г.)	Финансовые бумы диспропорционально вредят отраслям промышленности с высокой долей НИОКР: если темпы финансового развития составляют 1,9–2,9% в год [21, с. 23], наукоемкие отрасли развиваются медленнее, чем в странах с более медленными темпами финансового развития
J.L. Arcand, E Berkes, U. Panizza (2015 г.)	Финансовая глубина начинает оказывать негативное влияние на рост производства, когда доля кредита частному сектору от ВВП достигает 100%, так называемый размывающий эффект финансовой глубины
J. Aizenman, Y. Jinjaraĸ, D. Park (2015 г.)	Эффект финансовых услуг на реальный сектор (представленный коммунальными услугами и системами социально-бытового обслуживания) – нелинейный
S. Sener & C. Tunalı (2015 г.)	Авторами выявлено негативное влияние внутреннего кредита частному сектору и индекса структурной перестройки государственного управления и предприятий на экономический рост. Исследователи допускают наличие неточностей в работе, вызванной недостаточным мониторингом финансового сектора или проблемами, которые препятствуют эффективному функционированию рыночного механизма в финансовой сфере [22, с. 351]

Автор. Работа	Результаты
E. Lauretta, S. Chaudhry, A. Mullineux (2015 г.)	В данном исследовании предлагается деление экономических циклов на две категории: эффективные (virtuous cycles) и неэффективные (unvirtuous cycles) – и концепция «ловушки благосостояния» (wealth trap). Динамика эффективных циклов характеризуется нелинейным причинным взаимодействием, которое подвержено влиянию различного уровня развития финансовых инноваций и структурных единиц, инвестирующих заемные средства (structural leveraging subdivisions). В качестве перспективных направлений исследования авторами предлагается развитие математического аппарата, основанного на выдвинутых в работе предпосылках, и проведение анализа государственной политики периодов эффективных циклов с использованием методологии агентного моделирования (Agent-Based Modelling) [23]
A. Aliu, S. Abazi (2015 г.)	В результате исследования на выборке стран Западных Балкан авторы пришли к выводам, что, во-первых, переменные финансовой глубины не оказывают ожидаемого влияния на экономический рост и часто отрицательно с ним связаны. В частности, переменные, которые отражают обеспечение экономики денежной массой и кредитом, глубину «финансового сектора» и депозитов, оказывают отрицательное влияние на рост (размер банковской сферы не имеет объясняющей силы в данном случае). Во-вторых, переменные, измеряющие качество финансовой глубины (спред процентных ставок) оказывают существенное и отрицательное влияние на экономический рост (вероятно потому, что в Западных Балканах наблюдался исключительно высокий кредитно-депозитный спред) [3, с. 41]
P.O. Demetriades, P.L. Rousseau, J. Rewilak (2016 г.)	Связь финансового развития и роста изменилась: финансовая нестабильность и кредит частному сектору стали оказывать негативный эффект на рост ВВП в течение 1998–2012 гг. Также авторами продолжается развитие концепции эффективных циклов, в рамках которой предполагается, что обхождение финансовой нестабильности поможет не только избежать финансовых кризисов, но и возродить эффективный цикл связи финансов и экономического роста [24, с. 15]
S.B. Naceur, R. Blotevogel, M. Fischer, H. Shi,(2017 г.)	Исследование проводилось на выборке стран Кавказа, Центральной Азии, Среднего Востока и Северной Африки (страны ССА и MENA). Результаты подтверждают концепцию о наличии точек разворота (пороговых значений) финансового развития и источников роста. Выявлено, что влияние финансов зависит от: 1) уровня доходов в стране; 2) инфляционной политики; 3) качества институтов; 4) региона. Подчеркивается комплексность каналов влияния финансов на рост: например, канал влияния эффективности финансового развития на рост зависит от особенностей экономического положения определенной страны. Индикатором, который выделяется на фоне других по важности для экономического роста, является финансовая стабильность, в частности, в банковском секторе. В случае стран с низким и средним уровнем доходов населения, более глубокие финансовые рынки склонны сокращать рост производительности и инвестиций, что может быть связано с неконкурентоспособностью рынков данных стран. Подчеркивается зависимость влияния финансовой стабильности и эффективности на рост от устойчивой институциональной структуры, основанной на эффективном обеспечении прав кредиторов и эффективном банковском надзоре [25]
S. Ibrahim, A.B. Abdullahi, W.N.W. Azman- Saini, M.A. Rahman (2017 г.)	В исследовании, проведенном на выборке из 53 стран за период с 1988 по 2012 г. с помощью Метода главных компонент (Principal Component Analysis) показано, что либерализация торговли будет замедлять рост местных фирм в развивающихся странах и негативно сказываться на экономическом росте [26]

Источник: составлено автором.

Все они служат инструментом обнаружения точки разворота (порога) в функции связи финансов и роста. Что касается сравнения стран по реакции экономического роста на темпы финансового развития, исследования ведутся по изучению возможности межстрановой конвергенции. Ввиду того, что темпы экономического роста разнятся от страны к стране и неодинаково реагируют на уровень финансового развития, на сегодняшний день в исследованиях глобального масштаба выявлены проблемы дивергенции экономик. Более того, деление экономических циклов на две категории — эффективные и неэффективные — является новой вехой в исследовании связи финансов и роста: исследование характеристик, присущих эффективным экономическим циклам, может улучшить меры борьбы с проявлениями неэффективных экономических циклов.

Перспективы идеи влияния финансового развития на экономический рост в России

Работы, использующие внутристрановую статистику, немногочисленны. В России такими исследованиями занимались О. Васильева и Ю. Ковшун (2015 г.) [27], К. Криничанский (2015, 2018 гг.) [28–30]. Также не так давно проведено исследование Банком России⁴, которое касалось изучения V-образной зависимости экономического роста от финансовой глубины на примере выборки из 63 стран за период с 1980 по 2014 г.

Так как вопросы, касающиеся предмета связи финансов и роста на уровне регионов внутри стран, еще не вполне раскрыты, и исследования, проводимые в масштабе конкретной страны, полезны с точки зрения избежания смещения гетерогенности, наблюдаемого в межстрановых исследованиях (см.: A. Belke, U. Haskamp, R. Setzer, 2015; D. Higgins et al., 2006 г.), перспективным предполагается продолжение региональных исследований.

Следующий вопрос, связанный с изучением взаимосвязи «финансы-рост», касается подбора (поиска, разработки) наиболее подходящих

метрик, отражающих финансовое развитие регионов, выявления функциональной зависимости между этими метриками и темпами экономического роста регионов. В рамках введения переменных финансовой эффективности интересно рассмотреть влияние банковской эффективности на экономический рост в России. В целях избавления моделей от возможной эндогенности финансовых переменных перспективным считается введение инструментальных переменных, отражающих уровень развития институтов финансовой инфраструктуры — институциональных переменных.

Исследования по изучению нелинейной зависимости говорят об актуальности изучения этого феномена, что должно способствовать определению пороговых значений финансовой глубины в России. В качестве развития методологии следует сказать о необходимости использования при анализе изучаемой взаимосвязи наряду с линейными также и нелинейных моделей, таких как Threshold (пороговые функции) или Regimeswitching Models (модели марковского переключения режимов). Кроме того, с точки зрения практической пользы для России важно учесть, что более сильная реакция экономического роста на качество развития финансовой системы (в частности, в лице банковской системы) прослеживается именно в развивающихся странах. Более того, появление моделей, позволяющих проследить конвергенцию/дивергенцию регионов, несет практическую пользу в виде рекомендаций, направленных на сглаживание неравномерности уровня благосостояния в регионах России.

Таким образом, в работе представлен углубленный обзор с элементами систематизации существующих направлений исследования влияния финансового развития стран и регионов на экономический рост. Исследования классифицировались и изучались в контексте следующих критериев: использование новых финансовых переменных и нелинейных моделей. В результате было выявлено, что, судя по полученным и ожидаемым результатам, перспективными являются следующие направления изучения проблемы взаимосвязи финансового и экономического развития. Во-первых, исследования, построенные на оценке эконометрических моделей, включающих в качестве ин-

⁴ Influence of financial sector development on economic growth and its volatility. Analytical Note — 2017. URL: <http://www.cbr.ru/statichitml/file/16965/8.pdf>.

дикторов финансового развития переменные финансовой эффективности и стабильности. Во-вторых, оценка параметров взаимосвязи финансов и экономического роста в межстрановых и межрегиональных исследованиях с использованием нелинейных моделей. Это, прежде всего, позволит учесть структурные изменения, происходящие в экономике. В-третьих, введение переменных, альтернативных финансовой глубине и отражающих качественные переходы финансового развития либо

особенности институциональной среды, в которой действует финансовая система. Данное направление подчеркнуто актуально в связи с выявлением феномена ослабления влияния финансовой глубины на экономический рост. В целом необходимо заключить, что исследование влияния финансового развития на экономический рост содержит значительный не реализованный потенциал с точки зрения практического применения вытекающих из работ выводов в интересах национальной экономики.

Список источников

1. Law S.H., Azman-Saini W.N.W., Ibrahim M.H. Institutional quality thresholds and the finance – Growth nexus. *Journal of Banking & Finance*. 2013;37(12):5373–5381. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.03.011
2. Law S.H., Singh N. Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking & Finance*. 2014;41(C):36–44. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.12.020
3. Aliu A., Abazi S. Financial deepening and economic growth in the Western Balkans. Lund: School of Economics and Management, Lund University; 2015. 49 p. URL: <http://lup.lub.lu.se/luur/download?func=downloadFile&recordId=5470696&fileId=5470701> (дата обращения: 01.06.2018).
4. King R.G., Levine R. Finance and growth: Schumpeter might be right. *The Quarterly Journal of Economics*. 1993;108(3):717–737. DOI: 10.2307/2118406
5. Goyal R., Marsh C., Raman N., Wang S., Ahmed S. Financial deepening and international monetary stability. IMF Staff Discussion Note. 2011;(11/16). URL: file:///C:/Users/User/Downloads/_sdn1116.pdf (дата обращения: 01.06.2018).
6. Rousseau P.L., Wachtel P. What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*. 2011;49(1):276–288. DOI: 10.1111/j.1465–7295.2009.00197.x
7. Čihák M., Demirgüç-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking financial systems around the world. Policy Research Working Paper. 2012;(6175). URL: <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/12031/wps6175.pdf> (дата обращения: 01.06.2018).
8. Barth J.R., Lin C., Ma Y., Seade J., Song F.M. Do bank regulation, supervision and monitoring enhance or impede bank efficiency? *Journal of Banking & Finance*. 2013;37(8):2879–2892. DOI: 10.1016/j.jbankfin.2013.04.030
9. Aizenman J., Jinjarak Y., Park D. Financial development and output growth in developing Asia and Latin America: A comparative sectoral analysis. NBER Working Paper. 2015;(20917). DOI: 10.3386/w20917
10. Havranek T., Horvath R., Irsova Z., Rusnak M. Cross-country heterogeneity in intertemporal substitution. *Journal of International Economics*. 2015;96(1):100–118. DOI: 10.1016/j.jinteco.2015.01.012
11. Belke A., Haskamp U., Setzer R. Regional bank efficiency and its effect on regional growth in “normal” and “bad” times. *Economic Modelling*. 2016;58:413–426. DOI: 10.1016/j.econmod.2015.12.020
12. Diallo B. Bank efficiency and industry growth during financial crises. *Economic Modelling*. 2018;68(C):11–22. DOI: 10.1016/j.econmod.2017.03.011
13. Kaufmann D., Kraay A., Mastruzzi M. Governance matters VIII: Governance indicators for 1996–2008. World Bank Policy Research Working Paper. 2009;(4978). URL: https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4170/WPS_4978.pdf (дата обращения: 01.06.2018).
14. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and finance. *Journal of Political Economy*. 1998;106(6):1113–1155. DOI: 10.1086/250042
15. Aghion P., Howitt P., Mayer-Foulkes D. The effect of financial development on convergence: Theory and evidence. *The Quarterly Journal of Economics*. 2005;120(1):173–222. DOI: 10.3386/w10358
16. Rioja F., Valev N. Does one size fit all?: A reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*. 2004;74(2):429–447. DOI: 10.1016/j.jdeveco.2003.06.006

17. *Cojocaru L., Hoffman S., Miller J.* Financial development and economic growth: Empirical evidence from the CEE and CIS countries. University of Delaware Working Paper Series. 2011;(22). URL: <https://lerner.udel.edu/sites/default/files/ECON/PDFs/RePEc/dlw/WorkingPapers/2011/UDWP2011-22.pdf> (дата обращения: 01.06.2018).
18. *Arcand M.J.L., Berkes M.E., Panizza U.* Too much finance? IMF Working Paper. 2012;(161). URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12161.pdf> (дата обращения: 01.06.2018).
19. *Samargandi N., Fidrmuc J., Ghosh S.* Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle income countries. *World Development*. 2015;68(C):66–81. DOI: 10.1016/j.worlddev.2014.11.010
20. *Konečný T., Kucharčuková O.B.* Evaluating the links between the financial and real sectors in a small open economy: The case of the Czech Republic. *Economic Research Bulletin*. 2014;12(2):16–19. URL: http://www.cnb.cz/en/research/research_publications/erb/download/ERB_No2_2014.pdf (дата обращения: 01.06.2018).
21. *Cecchetti S.G., Kharroubi E.* Why does financial sector growth crowd out real economic growth? BIS Working Papers. 2015;(4901). URL: <https://www.bis.org/publ/work490.pdf> (дата обращения: 01.06.2018).
22. *Şener S., Tunali Ç.B.* Financial development – economic growth nexus: The case of Eastern European countries. In: 15th Int. conf. on finance and banking: 25 Years of economic and financial transition in Central and Eastern Europe (Prague, 13–14 Oct. 2015). Karviná: School of Business Administration; 2015:348–355. URL: http://icfb.rs.opf.slu.cz/sites/icfb.rs.opf.slu.cz/files/sener_tunali.pdf (дата обращения: 01.06.2018).
23. *Lauretta E., Chaudhry S., Mullineux A.* Theory and evidence on the finance-growth relationship: The virtuous and unvirtuous cycles. MPRA Paper. 2015;(70613). URL: https://mpa.ub.uni-muenchen.de/70613/1/MPRA_paper_70613.pdf (дата обращения: 01.06.2018).
24. *Demetriades P.O., Rousseau P.L., Rewilak J.* Finance, growth and fragility. School of Business, University of Leicester. Discussion Papers in Economics. 2017;(13). URL: https://www.le.ac.uk/economics/research/RePEc/lec/leecon/dp17-13.pdf?uoL_r=d307e306 (дата обращения: 01.06.2018).
25. *Naceur S.B., Blotvogel R., Fischer M., Shi H.* Financial development and source of growth: New evidence. IMF Working Paper. 2017;(143). URL: <file:///C:/Users/User/Downloads/wp17143.pdf> (дата обращения: 01.06.2018).
26. *Ibrahim S., Abdullahi A.B., Azman-Saini W.N.W., Rahman M.A.* Finance-growth nexus: Evidence based on new measures of finance. *International Journal of Economics and Management*. 2017;11(1):17–29. URL: [http://econ.upm.edu.my/ijem/vol11no1/\(2\)-Paper%2002%20Final-IJEM%2011\(1\),2017_Finance%20growth%20nexus.pdf](http://econ.upm.edu.my/ijem/vol11no1/(2)-Paper%2002%20Final-IJEM%2011(1),2017_Finance%20growth%20nexus.pdf) (дата обращения: 01.06.2018).
27. *Васильева О.Г., Ковшун Ю.А.* Доступ к кредиту и экономический рост в регионах России. *Пространственная экономика*. 2015;(2):31–46. URL: http://www.spatial-economics.com/eng/images/spatial-economics/2_2015/SE.2015.2.031-046.Vasilyeva.pdf (дата обращения: 01.06.2018). DOI: 10.14530/se.2015.2.031-046
28. *Криничанский К.В.* Финансовые системы и экономическое развитие в российских регионах: сравнительный анализ. *Вопросы экономики*. 2015;(10):94–108.
29. *Криничанский К.В., Фаткин А.В.* Оценка влияния банковского посредничества на экономику регионов России: посткризисные тенденции. *Вопросы экономики*. 2017;(1):103–122. URL: <http://institutiones.com/general/2957-ocenka-vliyaniya-bankovskogo-posrednichestva-na-ekonomiku-regionov-rossii.html> (дата обращения: 01.06.2018).
30. *Криничанский К.В., Фаткин А.В.* Сложные вопросы зависимости регионального роста от уровня развития финансового сектора. *Региональная экономика: теория и практика*. 2017;15(6):1068–1081. DOI: 10.24891/re.15.6.1068