

## ДЕТЕРМИНАНТЫ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ<sup>1</sup>

Ю. А. ДАНИЛОВ  
Д. А. ПИВОВАРОВ  
И. С. ДАВЫДОВ

*В статье рассматриваются вопросы влияния факторов (детерминантов) финансового развития на уровень финансового развития. Мы сгруппировали различные детерминанты финансового развития, использовавшиеся в предыдущих исследованиях, в группы, после чего в рамках каждой группы были выявлены детерминанты, обладающие наиболее значимым влиянием на уровень финансового развития. Применительно к России мы выделяем отставание характеристик качества инвестиционного и финансового регулирования, что, на наш взгляд, является причиной отставания России после 2009 г. в финансовом развитии в целом.*

**Ключевые слова:** финансовое развитие, детерминанты финансового развития, финансовый сектор, уровень защиты инвесторов, социокультурные факторы, Индекс финансового развития, финансовое регулирование, классификация детерминантов.

### Финансовое развитие и его показатели

Понятие «финансовое развитие» исключительно активно используется в научных исследованиях и в концептуальных докладах в последние 20–25 лет. Консенсусный вариант определения данного понятия был сформулирован Всемирным банком: «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 4x2")» [16, р. XVII].

В течение почти ста лет, вплоть до начала переосмысления результатов кризиса 2007–2009 гг., под финансовым развитием понималось в основном увеличение емкости финансового сектора, т.е. рост финансовой глубины. Кризис же показал, что существует избыточное увеличение финансовой глубины, т.е. такое увеличение емкости финансового сектора, при котором он начинает отрицательно влиять на темпы экономического роста, что было зафиксировано в работе [4], 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 позитивного влияния финансового сектора на социально-экономическую систему, т.е. новых аспектов финансового развития. В работах [8] и [9] финансовое развитие отождествлялось

---

*Данилов Юрий Алексеевич*, ведущий научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: danilov-ya@ranepa.ru; *Пивоваров Данил Александрович*, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: pivodanil@gmail.com, *Давыдов Игорь Сергеевич*, младший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: igordav00@gmail.com

<sup>1</sup> Статья подготовлена по основе научно-исследовательской работы «Исследование детерминант финансового развития в Российской Федерации», выполненной в РАНХиГС при Президенте Российской Федерации в рамках государственного задания. Авторы выражают признательность М.Ю. Турунцевой (РАНХиГС), замечания которой позволили избежать некоторых ошибок при построении регрессионных уравнений, а также участникам организованного в РАНХиГС научного семинара, посвященного обсуждению результатов научно-исследовательской работы, на основе которой написана статья, особенно О.Г. Солнцеву (ЦМАКП) и М.Е. Сухову (НИУ ВШЭ), предложения которых позволили расширить содержательную трактовку полученных результатов.

уже не только с увеличением 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 для оценок финансового развития перешли к матрице характеристик размером 4x2, которая легла в основу Глобальной базы данных финансового развития (*Global Financial Development Database – GFDD*) Всемирного банка<sup>2</sup>.

Аналогичный подход реализован в работе [14], отличающийся от первого подхода отсутствием отдельной группы показателей финансовой стабильности, что привело к формированию матрицы показателей финансового развития размером 3x2. Данная матрица была использована МВФ при расчете Индекса финансового развития (*Financial Development Index – FDI*), позиционируемого как интегральный показатель финансового развития [15].

Таким образом, комплекс показателей, оценивающих финансовое развитие с различных точек зрения, в настоящее время сформирован и продолжает совершенствоваться. Комплекс показателей, характеризующих факторы (детерминанты) финансового развития, напротив, пока еще только начинает разрабатываться.

### **Представления о детерминантах финансового развития: последовательность смены парадигм**

Начальным этапом современной дискуссии о детерминантах финансового развития стали исследования группы американских ученых непосредственно после кризиса 1997–1998 гг. На основе этих исследований был сделан вывод о том, что чем выше уровень защиты прав инвесторов, с тем большей готовностью они финансируют корпорации данной страны [12, pp. 3, 17]. Исследователи исходили

ли 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».

Концепция «Право и финансы» подверглась активной и, в значительной мере, обоснованной критике. Рагхурам Раджан и Луиджи Зингалес указали, что система права является слишком постоянным (неизменным во времени) фактором, чтобы объяснить изменения в финансовом развитии, которые, как показала история, происходят в течение значительно более коротких промежутков времени. Приводя пример уровня развития различных стран в 1913 г., они опровергают тезис приверженцев концепции «Право и финансы» о том, что страны с общим правом характеризуются более высоким уровнем финансового развития [13, p. 7].

Отвергая фактор права как «главный» детерминант 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 по отношению к реальному сектору. Сформулировав концепцию «Политическая система и финансы» вместо концепции «Право и финансы», Раджан и Зингалес фактически предложили более фундаментальный фактор, предопределяющий, в том числе, эффективность применения существующей в той или иной стране системы права.

Целью обеих описанных выше концепций было нахождение «главного» фактора финансового развития. Но в дальнейшем были сделаны попытки предложить на роль такого детерминанта и другие факторы (в том числе социально-культурные особенности стран), но они не получили признания. Впоследствии

<sup>2</sup> Часть из 111 показателей GFDD характеризует конкуренцию на финансовых рынках между финансовыми институтами без вхождения в матрицу «4x2» [2]. Как представляется, это обстоятельство позволило сформулировать предположение о наличии еще одной размерности финансового развития – конкуренции [10], что фактически означает превращение матрицы показателей финансового развития в матрицу «5x2».

вместо поиска «главного» фактора финансового развития начался принципиально иной этап дискуссии, в рамках которого пришло понимание мультифакторности финансового развития. При этом изначально в рамках «мультифакторного подхода» набор таких факторов включал, как правило, два фактора, предлагавшихся ранее в качестве «главных» детерминантов финансового развития, – политическую структуру и право (см., например, [5]). Но в последующих работах было предложено большое количество самых разных показателей в качестве таких влияющих обстоятельств.

Фактически произошла смена парадигмы, предполагающей наличие «главного» детерминанта финансового развития, новой парадигмой, в рамках которой шел поиск многочисленных факторов, в совокупности предопределяющих финансовое развитие. Именно такой подход преобладает в настоящее время, поэтому мы следовали ему при построении системы соответствующих детерминантов. Естественной составной частью нового подхода стали попытки группировки факторов финансового развития.

### **Классификация детерминантов финансового развития**

На основе анализа дискуссии о детерминантах финансового развития в мировой литературе, включая анализ показателей, предлагаемых в качестве таких детерминантов, и приводимых в различных работах результатов регрессионных моделей влияния предлагаемых детерминантов на показатели финансового развития, мы сформировали следующие группы детерминантов:

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, включая структурные показате-

ли, предопределяемые природно-географическими факторами.

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

7. Качество инвестиционного и финансового регулирования.

Кроме перечисленных групп детерминантов в эмпирических работах также использовались показатели, отражающие тип правовой системы (англосаксонская, германская, французская, скандинавская, или «социалистическая») и уровень развитости национальной экономики (ВВП на душу населения).

Строго говоря, если опираться только на результаты проанализированных работ, групп факторов, признаваемых детерминантами финансового развития, следовало бы выделить гораздо больше. Но мы объединяли несколько близких групп факторов в одну, более крупную, с тем чтобы сформировать группы, удобные для применения статистических методов.

В каждую группу детерминантов финансового развития мы включили несколько показателей (от 3 до 9), которые либо ранее использовались в данном качестве в эмпирических работах, либо впервые предлагаются нами в качестве характеристик факторов, предопределяющих финансовое развитие. В дальнейшем, в ходе регрессионного анализа, нам, во-первых, пришлось удалить часть показателей (по причинам недостаточности данных либо наличия корреляции с другими зависимыми переменными) и, во-вторых, среди оставшихся удалось вычленить ограниченное число показателей, являющихся наиболее значимыми с точки зрения влияния на финансовое развитие.

### **Методические замечания относительно использования регрессионного анализа для выявления наиболее значимых детерминантов в группах**

Анализ влияния детерминантов финансового развития на его уровень проводился нами на

основе панельных данных, позволяющих формировать регрессионные зависимости в рамках межстранового анализа данных. Вместе с тем в ряде групп, в случае необходимости, в дополнение к регрессионному анализу на панели данных за ряд лет проводился также регрессионный анализ по данным отдельных лет.

Такой анализ проводился в рамках групп, выделенных в ходе классификации детерминантов финансового развития. На этом этапе нашей целью было выявить те детерминанты, которые в рамках своих групп оказывают наибольшее влияние на параметры финансового развития. Подобный акцент представляется важным, так как предопределяет методику проведения регрессионного анализа.

Такая постановка задачи, на наш взгляд, имеет свою отдельную ценность. В течение многих лет научная дискуссия в области детерминантов 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, 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 разные исследователи брали различные показатели в качестве объясняющих переменных в регрессионных уравнениях, устанавливающих влияние на финансовое развитие различных факторов (детерминантов).

Мы поставили своей целью уточнить, какой из показателей в каждой группе детерминантов 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 та-

ких групп, исходя из представленной 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 выявления наиболее значимых (с точки зрения влияния на финансовое развитие) факторов в рамках каждой отдельной группы.

В отличие от предыдущих работ, оценивавших значимость детерминантов финансового развития, мы выбрали в качестве объясняемой переменной принципиально иной показатель, оценивающий финансовое развитие. Предыдущие исследования уровня последнего чаще всего исходили из использования в качестве показателя финансового развития одного из показателей финансовой глубины, но из полученных в 2012–2015 гг. научных результатов следовало, что «финансовое развитие рассматривается как сложный многофакторный процесс, для оценки которого необходимо применение комплекса показателей» [2, с. 37]. Специалистами МВФ был предложен интегральный показатель финансового развития — Индекс финансового развития (*Financial Development Index — FDI*), который рассчитывается с использованием 20 составляющих, характеризующих все важнейшие аспекты финансового развития (глубина, доступность, эффективность) [15, р. 8].

Именно его мы использовали в качестве интегрального показателя финансового развития. При этом необходимо отметить, что мы не нашли работ, в которых этот показатель уже использовался в рамках регрессионного анализа влияния детерминантов финансового развития на его индикаторы.

Поэтому особенно важно оговорить те ограничения, которые привносит использование синтетического интегрального индекса в качестве эндогенной переменной. Во-первых, интегральный индекс, рассчитываемый на основе взвешивания нескольких частных пока-

зателей, число которых может быть весьма значительным, может иметь взаимную корреляцию с тем или иным экзогенным показателем вследствие его использования 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 того или иного показателя находится за пределами данного диапазона.

В наших условиях указанные 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. 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 подвергались проверкам качества: оценивались данные и методика их подготовки для использования в модели; анализировались параметры выборки (в первую очередь смещенность выборки, кроме того, контролировалась парная корреляция между регрессорами).

Регрессионный анализ, как правило, проводился в разрезе четырех 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.

### **Содержательные результаты регрессионного анализа**

Проведенный регрессионный анализ позволил выделить показатели, характеризующие детерминанты финансового развития, которые продемонстрировали наиболее значимое влияние на Индекс финансового развития. (Эти показатели приведены в табл. 1, с указанием уровня значимости их влияния для всей выборки стран и для группы стран со средним доходом, в которую входит и Россия.)

Далее мы выделим наиболее важные результаты регрессионного исследования и отметим некоторые детали, заслуживающие внимания.

В рамках группы факторов защиты инвесторов среди регрессоров показатель раскрытия информации оказался значимым на двух выборках (на 5%-ном уровне — для общей выборки и на 1%-ном — для стран с высокими доходами) с положительной связью.

В выборке стран с низкими доходами наиболее значимым (на 1%-ном уровне значимости с положительной связью) оказался индекс восприятия коррупции. Как представляется, это логичный результат: для бедных стран восприятие коррупции является крайне важным, 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 здесь 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

**Таблица 1**  
**Наиболее значимые детерминанты финансового развития по результатам межстранового анализа**

Группа факторов	Фактор (показатель), оказывающий значимое влияние на Индекс финансового развития (FDI), – наименование и описание	Характер влияния на FDI	Тип выборки	Доверительный интервал, в %	
				ALL	MIC
Защита прав инвесторов	Уровень раскрытия информации	Положительный	Panel	5	Незначимое влияние
	Индекс прав собственности ( <i>Heritage Foundation</i> )	Положительный	Pool	1	Незначимое влияние
	Переменная Хофстеде « <i>Individualism</i> » («Индивидуализм»)*	Положительный	Pool	10	Незначимое влияние
	Переменная Хофстеде « <i>Indulgence</i> » («Допустимость»)**	Положительный	Pool	10	Незначимое влияние
Социологические переменные	Переменная Хофстеде « <i>Long-Term Orientation</i> » («Долгосрочная ориентация»)**	Положительный	Pool	5	Незначимое влияние
	Уровень образования (Индекс Всемирного банка с лагами -3 и -1)	Положительный	Panel	5	5
Капитал	Индекс человеческого развития	Положительный	Panel	1	1
	КАOPEN (отражает открытость капитального счета)	Положительный	Panel	10	5
Параметры открытости	Инвестиционная открытость страны****	Положительный	Panel	1	Незначимое влияние
	Торговая открытость экономики*****	Положительный	Panel	1	5
Макроэкономические и структурные параметры	Процентная ставка по депозитам (номинальные проценты)	Положительный	Panel	5	5
	Среднегодовой темп роста ВВП на душу населения	Положительный	Panel	1	Незначимое влияние
Размер и присутствие государства	Соотношение госдолга и ВВП	Отрицательный	Panel	1	1
	Соотношение всех налогов и ВВП	Положительный	Panel	5	Незначимое влияние
Качество инвестиционно-финансового регулирования	Сила защиты инвесторов ( <i>Strength of investor protection</i> )	Положительный	Pool	5	5
	Защита интересов миноритарных акционеров	Отрицательный	Panel	10	5
	Защита регулирования фондовых бирж	Положительный	Panel	Незначимое влияние	5
	Качество регулирования фондовых бирж	Положительный	Pool	1	1

**Примечания:**

1. Значимость детерминантов оценивается по величине доверительного интервала, при котором тот или иной детерминант является значимым с точки зрения влияния на Индекс финансового развития.
2. Тип выборки влияет на количество наблюдений. Panel – выборка с панельными данными в разрезе по годам и странам (большая выборка), Pool – выборка с пулом данных в разрезе по странам в один момент времени (малая выборка).
3. ALL – выборка из всех стран; MIC – выборка стран со средним уровнем дохода.

\* – Протиполоставляет готовность действовать в одиночку, защищая свои интересы, коллективизму. Подробнее описание переменных Хофстеде см. в [11].

\*\* – Высокий показатель означает допустимость относительно свободного удовлетворения человеческих желаний, получения удовольствий; низкий указывает на нормы общества, предполагающие контроль удовлетворения потребностей и его нормативное регулирование.

\*\*\* – Показывает, насколько люди в связи с принятием решений ориентируются на долгосрочные цели (высокое значение – ориентация на стратегические цели, низкое – на текущие цели и задачи).

\*\*\*\* – Показатель: сумма входящих и исходящих прямых иностранных инвестиций, в % ВВП.

\*\*\*\*\* – Показатель: сумма внешнеторговых операций (импорт + экспорт), в % ВВП.

Источник: составлено авторами.

первый план для инвесторов постепенно выходит прозрачность корпораций, позволяющая рассчитать их потенциальный доход, который будет получен по инвестициям.

На выборке всех стран также значимым (на 1%-ном уровне) оказался индекс прав собственности, положительно влияющий на финансовое развитие.

Анализ влияния социокультурных факторов на финансовое развитие показал интересные результаты, которые представляются весьма логичными: переменные «Индивидуализм» и «Допустимость» оказались значимыми на 10%-ном уровне, а переменная «Долгосрочная ориентация» — на 5%-ном. Все три переменные оказывают положительное влияние на уровень финансового развития.

При попытке построения регрессионной зависимости *FDI* от переменных религии и доверия к банкам оказалось, что корректное регрессионное уравнение с участием данных независимых переменных невозможно — таким образом, наше исследование подтверждает результаты, сформулированные в работе [6]: нет оснований говорить о влиянии господствующей в стране религии на ее финансовое развитие.

Анализ влияния демографических факторов и показателей развития человеческого капитала на финансовое развитие выявил, что значимыми переменными здесь оказались уровень образования (с трехлетним лагом) и индекс человеческого развития (с положительным влиянием на финансовое развитие) — как для всей выборки, так и для выборки стран со средними доходами.

Среди показателей открытости индекс открытости счета движения капитала значим для всех регрессий (1%-ный — для всех стран и стран с высоким уровнем дохода, 5%-ный — для стран со средним уровнем дохода и 10%-ный — для низкодоходных стран), при этом

его влияние положительно для всех выборок, кроме выборки низкодоходных стран. Для стран со средним уровнем дохода положительное влияние на финансовое развитие оказывают валютная открытость и торговая открытость (на 5%-ном уровне значимости). При переходе к группе стран с высоким доходом в спецификации модели, учитывающей историю изменения уровня развития стран, единственным значимым фактором остается свободное движение капитала. Учитывая, что для данной группы стран этот фактор оказывает положительное влияние на 1%-ном уровне значимости, можно утверждать, что для финансового развития этой группы либерализация капитальных операций становится обязательным условием.

В рамках выборки всех стран отмечается также слабое (на 10%-ном уровне значимости) положительное влияние инвестиционной открытости. Но при этом инвестиционная открытость исключительно важна для высокоразвитых стран.

Анализ влияния группы макроэкономических и структурных факторов на Индекс финансового развития позволил сделать следующие выводы:

- влияние регрессоров в целом неустойчиво — характер связи может меняться в зависимости от выбора контрольных переменных;
- параметр, влияние которого остается постоянным в различных спецификациях регрессии, — процентная ставка; при этом она всегда оказывает значимое положительное влияние, если используется по депозитам, и отрицательное — по кредитам;
- инфляция и ее изменчивость, а также волатильность курса национальной валюты не оказывают значимого влияния на финансовое развитие<sup>3</sup>;
- среди структурных показателей большинство незначимы, за исключением доли ре-

<sup>3</sup> Такой результат находится в противоречии с ранее проведенными исследованиями вопроса о влиянии инфляции на финансовое развитие, первым из которых была работа [7]. Однако необходимо отметить, что результаты о значимом отрицательном влиянии инфляции на финансовое развитие были получены в основном в работах середины 1990-х — начала 2000-х годов. Возможно, с тех пор ситуация изменилась.

сурсной ренты в экономике, которая оказывает значимое отрицательное влияние на финансовое развитие для выборки стран с высоким доходом<sup>4</sup>.

Примечательно, что значимость коэффициента при показателе ресурсной ренты возникает (с 1%-ным уровнем значимости) именно в странах с высоким уровнем дохода. Это означает, что при переходе страны от среднего к высокому доходу большая доля ресурсной ренты будет препятствовать финансовому развитию.

Сопоставляя положительное влияние налогов и отрицательное влияние государственного долга на финансовое развитие (в рамках группы факторов размера государства), мы фактически выходим на альтернативу, всегда присутствующую в экономической политике любого государства, — повышать налоги или заимствовать на рынке в случае необходимости увеличения государственных расходов. Как показывают наши исследования, положительное влияние на развитие финансового рынка наблюдается в том случае, когда рост государственных расходов обеспечивается за счет повышения налогов, а не роста государственных заимствований. Возможно, такое решение важнейшей альтернативы бюджетной политики связано с эффектом вытеснения, возникающим при расширении государственных заимствований на финансовом рынке.

В отношении влияния на финансовое развитие качества инвестиционного и финансового регулирования можно сделать следующие выводы:

- на долгосрочном горизонте положительное влияние на финансовое развитие оказывает качественная защита миноритарных инвесторов;
- в краткосрочном периоде наиболее значимый положительный эффект могут дать качественное регулирование деятельности

фондовых бирж и высокий уровень защиты инвесторов.

Проведенное нами исследование в части влияния типа правовой системы на финансовое развитие в целом подтвердило выводы более ранних исследований об отсутствии явного значимого влияния такого рода в современных условиях. Можно предположить, что это является следствием произошедшего за последние 20–30 лет сближения регулятивного режима финансовых рынков в разных странах.

### **Выводы для России**

Вопрос о детерминантах финансового развития в России остается крайне слабо изученным. Вследствие этого деятельность государственных органов, разрабатывающих государственную политику по развитию российского финансового сектора, фактически лишена научных оснований.

Недостаточная длина рядов не позволяет провести полноценное регрессионное исследование влияния детерминантов финансового развития на его уровень в России, и проведенный нами межстрановой анализ отчасти компенсирует данный недостаток. На основе результатов этого анализа мы сравнили российские показатели значимых детерминантов финансового развития (усредненные за период 2009–2018 гг.) со средними значениями по миру в целом и по группе стран со средним уровнем дохода. (См. табл. 2.)

Из таблицы видно, что по большинству значимых детерминантов финансового развития Россия превосходит средние и медианные показатели выборки стран со средним уровнем дохода. Однако по наиболее значимым факторам качества инвестиционного и финансового регулирования она отстает от средних и медианных значений как по выборке всех стран, так и по выборке стран со средним уровнем дохода.

<sup>4</sup> Как представляется, данный результат соответствует ранее предпринятым исследованиям. Так, в работе [3] был проведен анализ влияния ресурсной зависимости на финансовое развитие на основе выборки из 63 стран без их разбиения на группы в зависимости от уровня дохода на душу населения. Один из ключевых результатов данного анализа состоит в том, что сырьевая специализация экономики оказывает негативное влияние на финансовое развитие страны.

**Таблица 2**  
**Распределение значимых детерминантов финансового развития с точки зрения преимущества или отставания России**

Детерминанты	Россия в сравнении с выборкой	
	всех стран	стран со средним уровнем дохода
Уровень раскрытия информации	Преимущество	Преимущество
Индекс прав собственности ( <i>Heritage</i> )	Отставание	Отставание
Переменная «Индивидуализм»	Отставание	Преимущество
Переменная «Допустимость»	Отставание	Отставание
Долгосрочная ориентация	Преимущество	Преимущество
Уровень образования	Преимущество	Преимущество
Индекс человеческого развития	Преимущество	Преимущество
Открытость капитального счета	Отставание	Преимущество
Инвестиционная открытость страны	Отставание	Отставание
Торговая открытость экономики	Отставание	Отставание
Процентная ставка по депозитам	Преимущество	Преимущество
Соотношение госдолга и ВВП	Преимущество	Преимущество
Доля налогов в ВВП	Отставание	Отставание
Сила защиты инвесторов	Отставание	Отставание
Защита миноритарных акционеров	Отставание	Отставание
Регулирование фондовых бирж	Отставание	Отставание

*Источник:* составлено авторами.

Это означает, что фактор финансового регулирования в России, учитывая положительное влияние показателей данной группы на индекс финансового развития, обуславливает ее отставание в уровне финансового развития как от мира в целом, так и от стран со средними доходами. И это отставание заметно после 2009 г. — как по Индексу финансового разви-

тия, так и по показателям доли России на мировом финансовом рынке [1].

Вместе с тем данная группа факторов характеризуется наибольшей изменчивостью, и поэтому за счет повышения качества финансового регулирования в России можно быстрее всего добиться повышения уровня финансового развития. ■

### Литература

1. Данилов Ю.А. Оценка места Российской Федерации на глобальном финансовом рынке // Вопросы экономики. 2016. № 11. С. 100–116.
2. Данилов Ю.А. Современное развитие глобальной научной дискуссии в области финансового развития // Вопросы экономики. 2019. № 3. С. 29–47.
3. Столбов М., Солнцев О., Голощапова И. Ресурсная зависимость и финансовое развитие // Мировая экономика и международные отношения. 2018. Т. 62, № 5. С. 52–61.
4. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? // Journal of Economic Growth. 2015. Vol. 20. Issue 2. Pp. 105–148.
5. Beck, T. The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics / The Oxford Handbook of Capitalism (Edited by Dennis C. Mueller). — Oxford: Oxford University Press, 2012.
6. Beck, T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Law, Endowments, and Finance // Journal of Financial Economic. 2003. Vol. 70. Issue 2. Pp. 137–181.
7. Boyd, J.H., Levine R., Smith B.D. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance // Journal of Monetary Economics. 2001. Vol. 47. No. 2. Pp. 221–248.

8. Cinak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems around the World // Policy Research Working Paper. The World Bank. 2012. No. 6175.
9. Cinak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010 // NBER Working Paper. 2013. No. 18946.
10. Corbae D., Levine R. Competition, stability, and efficiency in financial markets. 2018. URL: <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2018/papersandhandouts/0825180810corbaelevinepaper.pdf?la=en>
11. Hofstede G. Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context // Online Readings in Psychology and Culture. 2011 2(1). URL: <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>
12. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform // NBER Working Paper. 1999. No. 7428.
13. Rajan R., Zingales L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 69. Issue 1. Pp. 5–50.
14. Sahay R., Cinak M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S. R. Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. IMF Staff Discussion Note № SDN/15/08. 2015.
15. Svirydzenka, K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper № WP/16/5. – IMF, 2016.
16. World Bank. Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington: World Bank, 2015.

### References

1. Danilov Yu.A. Assessment of the place of the Russian Federation in the global financial market // Voprosy Ekonomiki. 2016. № 11. Pp. 100–116.
2. Danilov Yu.A. Currient development of global scientific discussion in the field of financial development // Voprosy Ekonomiki. 2019. № 3. Pp. 29–47.
3. Stolbov M., Solntsev O., Goloshchapova I. Resource dependence and financial development // World Economy and International Relations. 2018. Vol. 62, No. 5, Pp. 52–61.
4. Arcand J.L., Berkes E., Panizza U. Too much finance? // Journal of Economic Growth. 2015. Vol. 20. Issue 2. Pp. 105–148.
5. Beck, T. The Role of Finance in Economic Development: Benefits, Risks, and Politics / The Oxford Handbook of Capitalism (Edited by Dennis C. Mueller). – Oxford: Oxford University Press, 2012.
6. Beck, T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Law, Endowments, and Finance // Journal of Financial Economic. 2003. Vol. 70. Issue 2. Pp. 137–181.
7. Boyd, J.H., Levine R., Smith B.D. The Impact of Inflation on Financial Sector Performance // Journal of Monetary Economics. 2001. Vol. 47. No. 2. Pp. 221–248.
8. Cinak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Benchmarking Financial Systems around the World // Policy Research Working Paper. The World Bank. 2012. No. 6175.
9. Cinak M., Demirguc-Kunt A., Feyen E., Levine R. Financial Development in 205 Economies, 1960 to 2010 / NBER // Working Paper. 2013. No. 18946..
10. Corbae D., Levine R. Competition, stability, and efficiency in financial markets. 2018. URL: <https://www.kansascityfed.org/~media/files/publicat/sympos/2018/papersandhandouts/0825180810corbaelevinepaper.pdf?la=en>
11. Hofstede G. Dimensionalizing Cultures: The Hofstede Model in Context // Online Readings in Psychology and Culture. 2011 2(1). URL: <https://doi.org/10.9707/2307-0919.1014>
12. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Investor Protection: Origins, Consequences, Reform / NBER // Working Paper. 1999. No. 7428.
13. Rajan R., Zingales L. The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 69. Issue 1. Pp. 5–50.
14. Sahay R., Cinak M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski Ch., Svirydzenka K., Yousefi S. R. Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. IMF Staff Discussion Note № SDN/15/08. 2015.
15. Svirydzenka, K. Introducing a New Broad-based Index of Financial Development. IMF Working Paper № WP/16/5. – IMF, 2016.
16. World Bank. Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington: World Bank, 2015.

**Determinants of Financial Development**

**Yury A. Danilov** – Leading Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: danilov-ya@ranepa.ru

**Danil A. Pivovarov** – Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: pivodanil@gmail.com

**Igor S. Davydov** – Junior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: igordav00@gmail.com

*The article discusses the impact of factors (determinants) of financial development on the level of financial development described by the Financial Development Index. We have grouped the various determinants of financial development used in previous studies into groups. After that, within each group, determinants were identified that have the most significant impact on the level of financial development. In relation to Russia, we highlight the lag in the quality characteristics of investment and financial regulation, which, in our opinion, is the reason for the lag in Russia in the field of financial development in general, observed after 2009.*

**Key words:** financial development, determinants of financial development, financial sector, investor protection level, sociocultural factors, Financial development index, financial regulation, classification of determinants.