

Вопросы теории

Финансовое развитие и экономический рост: актуальные вопросы теории и практики исследований

Т. В. Жукова

*Национальный исследовательский институт мировой экономики
и международных отношений имени Е. М. Примакова РАН (Москва, Россия)*

Проанализирован массив теоретических и эмпирических исследований взаимосвязи финансового и экономического развития с начала XX в. Разнообразие теоретических концепций в отсутствие однозначно признанной теории экономического роста, быстрая эволюция финансового рынка делают этот вопрос по-прежнему актуальным. Эмпирические изыскания строятся на теориях, разработанных как минимум 30 лет назад и не учитывающих ряд современных тенденций (кратное увеличение финансовых инноваций, доминирование глобальных рынков, поляризация отраслевых структур экономик и сокращение реального сектора в ряде стран). Это оставляет пробелы в понимании механизмов влияния финансового рынка на экономический рост, увеличивает разнонаправленность результатов исследований. Систематизированы сложившиеся в теории и практике представления о влиянии финансового рынка на экономический рост для формирования объективной картины происходящего, выявлены актуальные направления обновления теоретических концепций. С применением методов аналитической группировки, содержательного и эволюционного анализа сформированы базы данных теоретических (25 за 1911–2000-е годы) и эмпирических (71 за 1993–2023 гг.) работ (по группам влияния финансового рынка); рассмотрена эволюция теоретических концепций и эндогенных экономико-математических моделей экономического роста с участием финансового рынка; проведен факторный анализ результатов эмпирических работ по существенным параметрам. Установлено, что влияние финансового рынка на экономический рост не универсально и различается по странам. Рост разнообразия результатов исследований связан со снижением их точности ввиду появления новых механизмов влияния финансового рынка на рост; игнорирования различий в отраслевых структурах экономик; влияния на результаты внешних факторов, не связанных с проверяемой гипотезой.

Жукова Татьяна Васильевна (ttanya2001@gmail.com), к. э. н., с. н. с. сектора теории финансовых рынков ИМЭМО РАН.

Ключевые слова: экономический рост, финансовый рынок, финансовое развитие, экономическое развитие, теории экономического роста, модели эндогенного роста, структура финансового рынка, эволюционный анализ, факторный анализ.
JEL: O16, O41, O47.

Введение

Вопрос о влиянии финансового рынка на экономический рост сохраняет свою актуальность. Под действием цифровых технологий, геоэкономической фрагментации меняются качество финансового развития и механизмы посредничества, усиливается влияние финансовых кризисов. Вектор финансового развития становится многомерным. Высокие темпы долгосрочного экономического роста наблюдаются в странах с разными размерами, структурами и уровнем диверсификации финансовых рынков.

Полноценное использование возможностей финансового рынка в современных условиях требует обновления накопленных знаний. Теории экономического роста с участием финансов были сформулированы до 2000-х годов и не охватывают новые тенденции: снижение значимости финансовой глубины, доминирование глобальных рынков, кратный рост использования деривативов, финансовых инноваций и др. Быстрая эволюция и разнообразие теоретических концепций в отсутствие однозначно признанной модели экономического роста ведут к нерешенности этого вопроса в эмпирических исследованиях. На результаты последних могут влиять факторы, не связанные с проверяемой гипотезой: однородность и численность страновых групп, исследуемый период, частота данных, применяемые методы и теории, набор индикаторов экономического и финансового развития (далее внешние факторы). Обзоров таких исследований мало, и они не охватывают период после 2012 г. Акцент на определенных тематиках приводит к исключению из изучения отдельных концепций, находящихся вне теории Й. Шумпетера (Levine, 1997) или рассматривающих влияние политик финансового развития (Demirgüç-Kunt, Levine, 2008) либо финансовых кризисов (Popov, 2017).

В данной работе мы не предполагаем оценивать правильность научных идей, объясняющих механизмы участия финансового рынка в экономическом росте. *Целью исследования* является систематизация сложившихся за длительный период времени в международной и российской теории и практике представлений о влиянии финансового рынка на экономический рост для формирования объективной картины происходящего, выявления актуальных направлений их обновления, подготовки рекомендаций по повышению достоверности результатов эмпирической проверки.

Анализ теоретических исследований

Исследование связи финансового развития и экономического роста (дискуссия «finance—growth nexus») шло в четырех параллельных направлениях в соответствии с выделенными группами влияния (табл. 1).

**Теоретические работы, объясняющие влияние финансового рынка
на экономический рост (со стороны финансового рынка)**

Группа влияния	Перечень работ, год выхода
I.1. Монотонное положительное (10 работ)	Шумпетер, 1911/2008; Gurley, Shaw, 1955; Хикс, 1969; Shaw, 1973; Rebelo, 1991; Bencivenga, Smith, 1991; Roubini, Sala-i-Martin, 1992; King, Levine 1993b; Obstfeld, 1994; Merton, Bodie, 2004
I.2. Немонотонное положительное (9 работ)	Gerschenkron, 1962; McKinnon, 1973; Wijnberg, 1983; Diamond, Dybvig, 1983; Buffie, 1984; Greenwood, Jovanovic, 1990; Thrainn, 1990; Bencivenga et al., 1995; Greenwood, Smith, 1997
I.3. Несущественное	Robinson, 1952; Modigliani, Miller, 1958; Lucas, 1988
I.4. Отрицательное	Minsky, 1974; Kindleberger, 1978; Tobin, 1984

Источник: составлено автором по данным онлайн-приложения.

Полная база данных теоретических работ в составе, указанном в таблице 1, доступна в онлайн-приложении¹. В ней представлены автор, год издания, название работы, краткое изложение концепции взаимодействия финансового и экономического развития. Ниже приводятся результаты анализа с отсылками на отдельные положения работ.

Первым (в русле неоклассической теории) сформировалось представление о монотонном положительном влиянии финансового рынка на экономический рост (группа I.1). Его краеугольным камнем стало признание накопления долга (при содействии посредников) главным фактором экономического роста. Шумпетер в 1911 г. говорил об «инновационной сущности банковского кредита», который создает новые платежные средства (выпуск собственных займов) для финансирования «новой покупательной способности» предпринимателей, внедряющих новую комбинацию средств производства, изъятых из традиционных технологий. Банк в его понимании «не столько посредник, сколько производитель товара „покупательная сила“» (Шумпетер, 1911/2008. С. 141). В 1955 г. Дж. Герли и Э. Шоу заявили о переходе компаний к внешнему (заемному) финансированию при посредничестве банков, которые кредитуют экономику, выпуская собственные долговые ценные бумаги, и накапливают долг быстрее роста богатства. Этим банковская система отличается от рынка ценных бумаг, предлагающего прямое финансирование, равное росту богатства (Gurley, Shaw, 1955).

Детализация сущности финансового посредничества началась позднее. Дж. Хикс в 1969 г. доказывал, что инновации отразятся на экономическом росте только через долгосрочные инвестиции больших размеров в «крайне неликвидный и специфичный для деятельности» капитал. Это невозможно в отсутствие ликвидности, то есть «недорогой продажи» капитала новому собственнику на рынке акций (Хикс, 2003). Эффективность финансового посредничества гарантировала свободная конкуренция, любые формы вмешательства оценивались отрицательно. Шоу (Shaw, 1973) подчеркивал, что долгосрочный рост возможен только при финансовой либерализации (отказ от контроля процентных ставок, повышение спроса на деньги, конкуренция между банками).

¹ Онлайн-приложение см.: http://data.vopreco.ru/suppl/Zhukova_2024-12_suppl.pdf

Накопленный массив теоретических разработок был систематизирован и расширен в экономико-математических моделях эндогенного роста в 1990-е годы. Они делали акцент на накоплении капитала (физического и человеческого) и поддерживающих его факторах (инвестиции в инновации, образование и знания), которые генерируют рост. В противовес неоклассическим моделям роста с экзогенным увеличением производительности и с убывающей отдачей от накопления капитала (при заданности технологий и занятости) в эндогенных моделях установленные детерминанты растут пропорционально капиталу по производственной функции вида $Y = AK$, с константой A^2 . Так, в модели С. Ребело рост обеспечивается накоплением физического и человеческого капитала (делится между инвестициями и потреблением) и техническим прогрессом, стимулируемых кредитным рынком. Для роста важны значительные нормы сбережения, которые снижаются в странах с высокими ставками подоходного налога и с плохим соблюдением прав собственности. Этим объясняются различия в темпах экономического роста между странами (Rebello, 1991). Н. Рубини и Х. Сала-и-Мартин использовали модель Ребело для представления производства «инвестиционных товаров». Они тестировали ее в условиях финансовых репрессий (низкий процент при скрытом субсидировании экономики) и торговых ограничений. Параметр A связывался с уровнем финансового развития через финансовое посредничество: улучшение связи между сбережениями и инвестициями, содействие эффективному распределению основного капитала за счет помощи в сборе информации. Доказывалось, что политика финансовых репрессий сокращает темпы экономического роста из-за уменьшения предельной производительности капитала (Roubini, Sala-i-Martin, 1992).

Другой класс моделей — агентские с пересекающимися поколениями (агенты предоставляют экономике труд и капитал). В дополнение к производственной функции с постоянной отдачей от масштаба они вводят функцию агентского выбора между ликвидными и неликвидными специализированными инвестициями. В сторону последних их склоняют посредники. У Р. Бенсивенги и Б. Смита это банки, которые стимулируют прием депозитов и предоставляют кредиты разной срочности (закон больших чисел), уменьшают необходимость в самофинансировании инвестиций, хранят запас ликвидности, предупреждают несвоевременное прекращение инвестиций агентами. Изменение структуры сбережений может повлиять на темпы экономического роста (Bencivenga, Smith, 1991). У Р. Г. Кинга и Р. Левина рынок повышает ликвидность за счет перекрестной и межвременной диверсификации рисков (King, Levine 1993b).

Оспаривание ряда положений авторов из группы I.1 сместило оценки влияния финансового рынка к другим группам. Всего можно выделить семь спорных вопросов (представлены ниже в хронологическом порядке). Восьмой связан с обратным усилением позиций группы I.1 в связи с учетом возможностей международной интеграции.

Первый вопрос возник в 1950-е годы о приоритете внешнего (заемного; группа I.1) или собственного финансирования (группа I.2). Дж. Робинсон

² Более ранняя версия этой модели восходит к Р. Харроду (Harrod, 1939) и Е. Домару (Domar, 1946).

считала нераспределенную прибыль предприятий основным источником финансирования инвестиций, эмпирически доказав, что «склонность к сбережению из прибыли» выше, чем из заработной платы. Накопление нераспределенной прибыли увеличивает собственный капитал и облегчает привлечение добавочных средств (займов). Отсюда вывод о несущественности денежно-кредитной политики и вспомогательной роли финансовых институтов в накоплении капитала (Robinson, 1952). Гипотеза Модильяни—Миллера о независимости рыночной стоимости предприятия от структуры корпоративных ценных бумаг (при рациональности субъектов и совершенстве рынка капитала) укрепила этот тезис (Modigliani, Miller, 1958).

Второй вопрос сформировался по линии учета затрат на создание и обслуживание финансового рынка. Под влиянием неонинституциональной концепции представители группы I.2 приняли тот факт, что «осилить» создание институтов финансового рынка могут страны с достаточным уровнем экономического развития. В 1962 г. А. Гершенкрон развил идеи экономической конвергенции за счет заимствования технологий развивающимися странами у развитых («диффузия технологий»). Он утверждал, что в передовых странах накопление происходит внутри промышленности. В отсталых странах банки первыми (или вторыми после государства) берут на себя ведущую роль в индустриализации, а на следующем этапе промышленность не зависит от банков (Gerschenkron, 1962).

Модель экономического роста Дж. Гринвуда и Б. Йовановича 1990 г. с эндогенным институциональным развитием финансового рынка генерирует процесс развития, напоминающий гипотезу С. Кузнецца 1955 г.: на ранних стадиях финансовые рынки незаметны и растут медленно, по мере роста экономики норма сбережений увеличивается, формируется финансовая надстройка (Greenwood, Jovanovic, 1990). Развивается обширная сеть финансовых посредников. На заключительном этапе распределение доходов между агентами стабилизируется, норма сбережений падает, а темпы роста экономики фиксируются на более высоком уровне, чем в начале цикла. Финансовые институты возникают эндогенно, чтобы облегчить торговлю в экономике за счет своевременного информирования о «ненаблюдаемых шоках» и направления инвестиций в места с большей социальной отдачей.

Е. Траинн, обобщая работы о влиянии институтов на экономическое поведение, пришел к выводу, что при ненулевом значении транзакционных издержек значение имеет правовая система страны (Thrainn, 1990). В 1995 г. Бенсивенга пересмотрел модель эндогенного роста 1991 г. (см. выше), включив в нее транзакционные издержки. Последние корректируют влияние финансового развития на рост, определяя выбор агентами инвестиций (выше издержки, меньше срочность). Значение имеет структура издержек. Если снижаются реальные затраты ресурсов, это ведет к экономическому росту (но есть риск ухода в непроизводительные операции на вторичном рынке, отсюда идеи о позитивности налогообложения доходов от отдельных финансовых операций). Если снижаются чистые трансферты (комиссионные, рента, налоги), то результат неоднозначен (Bencivenga et al., 1995).

Третий вопрос обозначился в 1970-е годы в направлении переоценки влияния денежно-кредитной политики на эффективность финансового по-

средничества. В противовес представителям группы I.1 Р. И. Мак-Киннон (группа I.2) доказывает, что поддержание высокого уровня процентных ставок по срочным депозитам краткосрочно стимулирует производство и снижает инфляцию, а среднесрочно поддерживает экономический рост за счет увеличения нормы сбережения (McKinnon, 1973).

Четвертый вопрос возник в 1980-е годы внутри группы I.2 на волне скепсиса относительно универсальности рецептов эффективных государственных политик из-за разных структур финансовых рынков. С. В. Вейнберг на примере стран с неразвитыми финансовыми рынками опровергает выводы Мак-Киннона, утверждая, что высокие процентные ставки могут отрицательно влиять на экономический рост, если средства на банковские депозиты будут перетекать из производительного актива (неорганизованный рынок займов), и положительно, если из непроизводительного (наличные, золото, сырье, акции). В среднесрочной перспективе добавляется действие инфляции, которая усиливается вслед за ростом ставок по депозитам. Инфляция снижает конкурентоспособность, норму прибыли на инвестиции, сами инвестиции и темпы роста (если норма сбережений ниже темпов падения доходов; Wijnberg, 1983). Это заявлял и Е. Баффи в 1984 г. применительно к финансовой либерализации: влияние последней зависит от структуры экономики и наличия неорганизованных рынков (Buffie, 1984).

Д. В. Даймонд и П. Х. Дибвиг формализовали доказательства важности финансового посредничества для снижения «риска ликвидности», а также естественности различных типов финансовых структур. Условием этого они считали создание государством системы страхования вкладов для защиты от рисков «массовых изъятий» (Diamond, Dybvig, 1983). Эта модель обеспечения ликвидности получила широкое распространение.

Пятый вопрос о наличии или отсутствии границ роста долга и о рациональности поведения агентов сформировался под влиянием теории поведенческих финансов. Х. Мински в 1974 г. (группа I.4) смоделировал трансформацию эндогенного роста в финансовую неустойчивость на примере экономической системы с растущей нестабильностью, склонной к чрезмерной задолженности и инвестициям. В ней ожидаемая доходность инвестиций выше процентной ставки, инвестиции больше сбережений, растут спрос на кредиты и их стоимость. Вместе с оптимистичными ожиданиями прибыли это ведет к излишнему накоплению задолженности и рисков кредиторов. В ответ на ужесточение регулирования увеличивается число нерегулируемых рискованных инструментов. Изначально устойчивая финансовая система становится хрупкой и взрывается финансовым кризисом (Minsky, 1974). С учетом идей Мински в 1978 г. Ч. Киндлебергер разработал общую теорию финансовых кризисов, компонентами которых являются стадное поведение (скоординированные отклонения от рациональности), динамичная эволюция ожиданий (от чрезмерно оптимистичных до осторожных и панических) и динамическое взаимодействие агентов, инсайдеров и аутсайдеров (первые начинают, вторые поддерживают; Kindleberger, 1978).

Шестой вопрос о большей значимости физического или человеческого капитала для обеспечения устойчивого роста в экономике обозначился в 1980-е годы. В группе I.1 на первое место выходили вопро-

сы накопления физического капитала и технологических инноваций. Р. Е. Лукас (группа I.3) в 1988 г., введя в оборот и математизировав теорию рациональных ожиданий, представил модель экономического роста с заданными темпами прироста населения (модель Удзавы—Лукаса). Она показывает, что, в отличие от физического капитала, отдача от человеческого капитала не снижается по мере накопления, а важность финансовых функций «сильно преувеличена» (Lucas, 1988).

Седьмой вопрос о переоценке положительного влияния финансового посредничества на экономический рост решался между группами I.1 и I.4 также в 1980-е годы. Дж. Тобин в 1984 г. обратил внимание на недоказанность аргумента о направлении инвестиций через фондовый рынок в области более высокой социальной значимости. Не отрицая движение капитала в сторону большей доходности, он не согласился с тем, что последняя возникает в «долгосрочных специфичных проектах». Только очень малая часть работы финансового рынка имеет отношение к финансированию реальных инвестиций, основная часть связана с обслуживанием домохозяйств (депозиты, ипотечные и потребительские кредиты), вторичного рынка, выпусков долговых ценных бумаг для реструктуризации долга. Более доходная финансовая деятельность отвлекает трудовые и капитальные ресурсы из реального сектора. В результате высокие технологии слабо участвуют в общей производительности экономики (Tobin, 1984).

Восьмой вопрос сформировался в конце 1990-х — начале 2000-х годов по линии вероятного нивелирования влияния транзакционных издержек или дисфункциональных моделей финансового поведения возможностями международных рынков. Его решение привело к укреплению позиций группы I.1. М. Обстфельд в 1994 г. предложил стохастическую модель глобальной диверсификации портфеля, показавшую связь между международной диверсификацией финансовых рисков и экономическим ростом (с сопутствующим сдвигом мирового портфеля от безопасного низкодоходного к более рискованному высокодоходному; Obstfeld, 1994). Через десять лет Р. Мертон указал на то, что институциональная структура рынка («финансовые учреждения, рынки и вспомогательная инфраструктура: нормативно-правовая база, правила бухгалтерского учета») способна компенсировать возникающую неэффективность. Новые финансовые продукты и дизайн рынка, информационно-коммуникационные технологии и достижения в теории финансов ведут к кумулятивному эффекту. Примером является широкое внедрение финансовых деривативов, которые расширили возможности распределения рисков, снизили транзакционные издержки, выступили в качестве эффективных адаптеров для потока инвестиций между национальными системами с разными институциональными формами и размерами (Obstfeld, 1994).

Эволюция теоретических исследований шла от признания монотонного положительного к немонотонному влиянию финансового рынка на рост. Направление, доказывающее его отрицательное влияние, усилило позиции в последние десять лет с включением в анализ большего числа развитых стран, но уступало по числу работ первым двум группам. Теоретическое подтверждение несущественного влияния финансового рынка не получило должного развития, хотя отличалось оригинальностью идей, некоторые были подтверждены эмпирически на примере развивающихся стран.

Анализ эмпирических исследований

Для анализа была сформирована база из 71 эмпирической работы, опубликованной в 1993–2023 гг. со следующей структурой данных: а) автор(ы); б) год публикации; в) исследуемый период; г) число и состав исследуемых стран; д) применяемые методы; е) индикаторы экономического и финансового развития; е) частота данных; ж) теоретическая концепция в основе исследования; з) выделяемые каналы влияния финансового рынка на экономический рост; и) результаты. Применялся контекстный поиск в электронных библиотеках ScienceDirect, EconPapers, ReseachGate (для зарубежных источников) и eLIBRARY.RU (для российских) с учетом цитируемости исследований. Алгоритм отбора и результаты включены в Базу данных эмпирических работ, представленную в онлайн-приложении³. База разделена на пять групп по результатам влияния (далее группы влияния; табл. 2).

Конкретные результаты работ показаны в базе данных эмпирических исследований, представленной в онлайн-приложении. Далее приводятся содержательные обобщения по группам влияния.

Т а б л и ц а 2

Номенклатура базы данных эмпирических работ

Группа влияния	Перечень работ
II.1. Монотонное положительное (24 работы)	King, Levine, 1993a; Levine, 1997; Rousseau, Wachtel, 1998; Levine, Zervos, 1998; Rajan, Zingales, 1998; Gelbard, Pereira, 1999; Morck, Nakamura, 1999; Khan, Senhadji, 2000; Levine et al., 2000; Arestis et al., 2001; Deidda, Fattouh, 2001; Neimke, 2003; Beck, Levine 2004; Demirgüç-Kunt, Levine 2008; Abu-Bader, Abu-Qarn, 2008; Rancière et al., 2008; Estrada, 2010; Uddin et al., 2013; Dabla-Norris et al., 2015; Алехин, 2017; Guru, Yadav, 2019; Солодкая и др., 2019; Raghutla, Chittedi, 2021; Zanella, Oyelere, 2021; Asante et al., 2023
II.2. Немонотонное (условное) положительное* (25 работ)	Patrick, Park, 1994; Demetriades, Hussein, 1996; La Porta et al., 1997; Neusser, Kugler, 1998; Rousseau, Wachtel, 2002; Rioja, Valey, 2004; Park et al., 2006; Demetriades, Law, 2006; Loayza, Ranciere, 2006; Das, Guha-Khasnobis, 2007; Ang, 2008; Столбов, 2008; Reinhart, Rogoff, 2009; Kim, Lee, 2010; Gennaioli et al., 2012; Beck et al., 2012; Ductor, Grechyna, 2015; Sahay et al., 2015; Столбов и др., 2018; Ibrahim, Alagidede, 2018; Мамонов и др., 2018; Nguyen et al., 2019; Yang, 2019; Khuloud et al., 2021
II.3. Несущественное или обратное	Seyfullayev, Seyfullali, 2023; Park, 2003
II.4. Отрицательное (15 работ)	De Gregorio, Guidotti, 1995; Arestis, Demetriades, 1997; Kaminsky, Reinhart, 1999; Easterly et al., 2001; Rajan, 2005; Rousseau, Wachtel, 2011; Beck et al., 2014; Samargandi et al., 2015; Arcand et al., 2015; Cecchetti, Kharroubi, 2015; Hao et al., 2020; Asteriou, Spanos, 2019; An et al., 2021; Cheng et al., 2021; Naqeeb-ur-Rehman, Hysa, 2021
II.5. Двустороннее (5 работ)	Shan, 2005; Wolde-Rufael, 2009; Shahbaz et al., 2013; Popov, 2017; Nguyen et al., 2022

* Влияние либо с Π -образным характером (рост, пик, снижение), либо положительное при выполнении определенных условий.

Источник: составлено автором по данным онлайн-приложения.

³ Онлайн-приложение см.: http://data.vopreco.ru/suppl/Zhukova_2024-12_suppl.pdf

Группа II.1 монотонного положительного влияния финансового рынка на экономический рост доказывает его неизменность с опорой на идеи эффективного финансового посредничества, роста финансовой глубины, стабильности макроэкономической политики, «сильных правовых норм». Допускается, что влияние может различаться по странам из-за разных структур финансовых рынков, а также ослабевать под влиянием финансовых кризисов, но выгоды от быстрого экономического роста перевешивают негативные моменты. Также возможно смещение центра тяжести влияния с «инноваций банковского кредита на инновации фондового рынка», что не меняет его позитивного характера.

Группа II.2 немонотонного положительного влияния показывает, что последнее зависит от выполнения ряда условий: средний уровень развития экономики, паритет между глубиной финансового рынка (его сегментов) и возможностями экономики; финансовая устойчивость и доступность услуг; связь с реальным сектором; непревышение порога уровня инфляции, финансовой глубины, индекса финансового развития и др. Усилить позитивное влияние можно путем оптимизации структуры финансового рынка, кредитного портфеля банков (больше кредитов предприятиям, их оптимальная срочность для каждой отрасли); правильного режима финансового регулирования (финансовые репрессии повышают рост при низком уровне развития, либерализация — при среднем и высоком) и др.

Группа II.3 незначительного (а также обратного) влияния финансового рынка на экономический рост представлена двумя работами, опирающимися на теоретические концепции Робинсон и Лукаса (см. выше группу I.1). Ц. Парк на примере Китая на основе макроэкономического анализа доказывает, что изменения в структуре промышленности ускоряют рост финансовых активов и расширяют финансовую систему, развитие последней направляет государственная политика (Park, 2003). На примере Азербайджана (данные 2005–2021 гг.) на основе анализа временных рядов показателей внутреннего кредита и торговой открытости было показано отсутствие их влияния на экономический рост (Seyfullayev, Seyfullali, 2023).

Группа II.4 с выводами об отрицательном влиянии финансового рынка отражает эффект исчезающего с 1985–1990 гг. (в некоторых работах после 2008 г.) влияния финансов на фоне излишнего увеличения финансовой глубины относительно размера экономики. К причинам относят снижение качества финансового посредничества в связи с усложнением финансовых систем, принятие все больших рисков и их периодическая реализация, расширение непроизводительных кредитно-депозитных отношений. Подтверждались идеи Тобиана (см. выше) об оттоке из реального сектора финансовых ресурсов, квалифицированных кадров, о снижении общей факторной производительности из-за подчиненного положения наукоемких отраслей.

Группа II.5 представлена работами, доказывавшими двустороннее влияние финансового рынка и экономического роста. В таких исследованиях отсутствуют привязка к какой-либо теоретической концепции. Применяется только анализ причинно-следственных связей. Ограничен набор развивающихся стран (3 из них на примере Китая, 1 — Кении).

Факторный анализ

Для ответа на вопрос о влиянии на эмпирические результаты внешних факторов (см. выше) работы в группах влияния распределяются по 11 существенным характеристикам (табл. 3). Группы П.3 и П.5

Т а б л и ц а 3

Распределение работ в группах влияния по значению внешних факторов

Фактор	Группа влияния*		
	П.1	П.2	П.4
	Всего работ		
	24	25	15
1. Период выхода работ ^а			
1993–2002	11	5	4
2003–2012	6	11	3
2013–2023	7	9	8
2. Исследуемый период ^б			
1955–1979 гг. (> 60%)	2	2	3
1980–2004 гг. (> 60%)	10	13	7
2005–2021 гг. (> 60%)	5	1	2
1955–1979 гг. (> 40%) и 1980–2004 гг. (> 40%)	5	7	2
1980–2004 гг. (> 40%) и 2005–2021 гг. (> 40%)	1	0	1
Ранее 1955 г.	1	2	0
3. Период исследования ^в			
1–9 лет	2	2	1
10–29 лет	15	4	9
более 30 лет	6	17	5
Выходящие за 1955–2021 гг.	1	2	0
4. Число стран			
1–10 стран	10	6	4
11–50 стран	7	9	6
более 51 страны	7	10	5
5. Однородность стран ^г			
Развитые	3	6	4
Не относящиеся к развитым	9	4	4
Смешанные	12	12	6
Однородные группы	0	3	1
6. Метод исследования ^д			
Множественная межстрановая линейная регрессия	13	13	10
Эконометрический анализ временных рядов	6	7	3
Прочие	5	5	2

* Эмпирические исследования по результатам подразделяются на три группы: П.1 – монотонное положительное, П.2 – немонотонное положительное; П.4 – отрицательное.

^а 10-летние интервалы: 1993–2002 гг. (быстрый рост стоимости финансовых активов, пузырь на рынке IT-компаний, азиатский финансовый кризис); 2003–2012 гг. (до 2008 г. – разогрев мировой экономики, после – двукратное снижение, длительное восстановление); 2013–2023 гг. (слабый рост мировой экономики, кризис 2020 г., геополитические риски).

^б 25-летние интервалы с ускоряющимся, быстрым и «осложненным» кризисами финансовым развитием соответственно.

^в Больше период – больше долго- и краткосрочных тенденций влияют на результат.

^г Развитые страны по классификации МВФ, а также страны с высоким доходом по классификации Всемирного банка. Не относящиеся к развитым – все остальные.

^д Три группы методов, характеристика которых дана отдельно ниже.

Фактор	Группа влияния*		
	П.1	П.2	П.4
	Всего работ		
	24	25	15
7. Индикатор экономического роста ^с			
Номинальный ВВП	2	1	0
Реальный ВВП	9	15	7
Реальный подушевой ВВП	9	5	4
Промышленное производство	0	4	1
Другие	4	0	3
8. Экономический индикатор ^ж			
Долгосрочные	6	6	5
Конъюнктурные	2	3	2
Долгосрочные и конъюнктурные	7	7	8
Отсутствуют	9	9	0
9. Индикатор финансового развития ^з			
Только глубины	7	12	8
Глубины + доступности и(или) стабильности и(или) эффективности	3	1	1
Глубины + финансовые индексы	3	0	0
Глубины + качественные	1	2	2
Без глубины	11	9	4
10. Частота данных ^и			
Средние за весь период	6	4	2
Средние каждые 5, 6, 7, 10 лет	6	3	3
Годовые	8	6	13
Ежеквартальные и чаще	4	0	2
Смешанная	2	5	1
11. Теоретическая концепция в основе ^к			
Группа I.1	12	5	4
Группа I.2	10	10	1
Группа I.3	0	0	0
Группа I.4	0	4	4
Без привязки к теории	2	6	6

* Эмпирические исследования по результатам подразделяются на три группы: П.1 — монотонное положительное, П.2 — немонотонное положительное; П.4 — отрицательное.

^с Зависимые переменные (номинальный и реальный ВВП, подушевой реальный ВВП, энергопотребление, промышленный рост и др.).

^ж Контрольные переменные. Используются в моделях для устранения эффекта «пропущенной переменной» (Omitted variable bias — явление в регрессионном анализе, приводящее к смещению оценок регрессионных коэффициентов из-за влияния на зависимую переменную других индикаторов, не включенных в оцениваемую модель). Включают долгосрочные показатели накопления физического и человеческого капитала и показатели экономической конъюнктуры (национальный доход, внешняя торговля, инфляция, процент и др.).

^з Независимые переменные: глубина, доступность, эффективность, стабильность (по аналогии с Базой данных глобального финансового развития Всемирного банка), а также индексы финансового развития, качественные институциональные показатели с балльной оценкой (система права, уровень развития институтов, защита прав участников и др.).

^и Больше частота — выше отрицательное влияние финансовых кризисов и волатильности (есть мнение, что даже использование пятилетних периодов не адекватно оценивает долгосрочный рост; Demirgüç-Kunt, Levine, 2008).

^к Рассматриваются в составе описанных выше теоретических групп I.1– I.4 (см. табл. 1).

Источник: составлено автором по данным онлайн-приложения (http://data.vopreco.ru/suppl/Zhukova_2024-12_suppl.pdf).

ввиду малого количества работ рассматриваются отдельно. Описание факторов приводится в комментариях к таблице.

Метод *множественной линейной регрессии* с базовой моделью оценки взаимосвязи финансового рынка и экономического роста, построенной на «регрессии Барро» (Barro, 1991). Отличался использованием усредненных значений индикаторов по большому перечню стран, исходя из несущественности страновых различий, которые не определяют зависимую переменную. Подход критиковали за высокую агрегированность, измерение только одномоментной связи между финансовыми и экономическими индикаторами. Для повышения точности некоторые авторы прибегали к группировке стран по однородности, к регрессиям наименьших квадратов по средним показателям за каждые 5–10 лет.

Эконометрический анализ временных рядов в исследованиях влияния финансового рынка на экономический рост представлен моделями векторной авторегрессии (VAR) с оценкой силы связи между динамикой индикаторов, коинтеграционными тестами с определением направленности причинно-следственных связей (тест Грейнджера (в том числе Тода–Ямамото), Йохансена, ARDL-тест⁴). В ряде работ дополнительно применялась векторная модель коррекции ошибок (VECM) для выполнения условия долгосрочной зависимости между переменными. Плюс анализа временных рядов — учет страновой специфики (по каждой стране отдельно), недостатки — вероятность шумовых краткосрочных эффектов из-за более высокой частоты данных, а также возможность влияния эффекта «пропущенной переменной».

Группа *прочих* методов содержит: макроэкономический анализ динамики показателей без регрессионных моделей; литературный анализ, обобщающий накопленный опыт предшествующих работ, дополненный статистическим анализом; теоретический анализ с построением экономико-математических моделей, их калибровкой и эмпирической проверкой; микроэкономический анализ, изучающий каналы влияния финансов на экономический рост на уровне производительности компаний и отраслей.

Результаты факторного анализа

Период написания работы заметно воздействовал на результат. Монотонное положительное влияние чаще выявлялось в благополучных 1993–2002 гг. (45% работ), немонотонное — в 2003–2012 гг. (44%), а отрицательное — в сложный период 2013–2023 гг. (53%) (см. табл. 3). При этом в более 70% исследований в группах II.1 и II.2 и в 50% в группе II.4 основной массив данных приходился на 1980–2004 гг. с доступными длинными рядами. Продолжительность периода исследования влияла на однозначность итогов: в группе II.2

⁴ Авторегрессионные модели с распределенным лагом. Использовались на небольшом количестве стран для проверки долгосрочных связей между переменными.

(нмонотонное влияние) в 68% работ рассматривался горизонт более 30 лет с возможностью сравнивать «до и после». На длинных горизонтах лучше выявлялись условия положительного влияния. Однозначные результаты у групп П.1 (монотонное положительное влияние) и П.4 (отрицательное) формировались преимущественно на периодах 10–29 лет.

Силой воздействия отличается страновая специфика, несмотря на преобладание смешанных групп. Монотонное положительное влияние чаще фиксируется на небольших группах стран (от 1 до 10), развивающихся или смешанных по составу. Большая доля развитых стран и больший размер групп увеличивали число работ с немонотонным влиянием. Несущественное, обратное или взаимное влияние выявлялось на развивающихся странах (часто одной — Китай, Кения, Азербайджан) после 2003 г.

Выбор метода не определял группу влияния. Множественные регрессии были основным методом в группах П.1, П.2 и П.3 (54–67%). Группы П.3, П.5 опирались на эконометрический анализ временных рядов.

По другим пяти факторам наблюдалось расхождение между группой П.1 и остальными. В качестве зависимых переменных, опосредующих экономический рост, в группах П.2 и П.4 применялся реальный ВВП, а в группе П.1 — в том числе подушевой реальный ВВП. Использование объема промышленного производства связывалось с немонотонным, а прочих индикаторов (энергопотребление, производительность) — с отрицательным или двусторонним влиянием.

Среди контрольных индикаторов (показатели экономического развития) в группах с отрицательным, взаимным и обратным влиянием преобладали долгосрочные. Их отсутствие было характерно для групп П.1 и П.2.

Индикаторы финансового развития в большой степени связаны с показателями финансовой глубины, доля которых (прежде всего внутреннего кредита и денежного рынка) растет от группы П.1 (29% работ) к группе П.2 (48%) и П.4 (53%), что отражает эффект исчезающего влияния финансов. Параллельно сокращается набор финансовых индикаторов. Результат монотонного положительного влияния финансового рынка больше связан с качественными (уровень защиты прав, либерализации и др.) и агрегированными (индексы) показателями, а также с рынком акций, что согласуется с идеями о важности поддерживать ликвидность капитальных инвестиций. Показатели доступности, эффективности, стабильности применялись только в связке с финансовой глубиной (см. табл. 3).

С ростом частоты данных большее влияние на результат оказывают волатильность и финансовые кризисы. Использование ежегодных данных связано с немонотонным положительным и отрицательным влиянием (52 и 47% группы), а средних показателей за периоды — с монотонным положительным (50%) (см. табл. 3).

Показательно распределение групп влияния по лежащей в основе теоретической концепции: 92% работы в группе П.1 опирались на идеи Шумпетера о позитивном влиянии финансового посредничества, раз-

витые в русле неоклассической (группа I.1) и неоинституциональной традиции (группа I.2). По мере перехода от группы II.1 к группе II.2 и II.4 растет доля работ, основывающихся на концепциях Мински, Киндлебергера и Тобина (группа I.4), соответственно 0, 16 и 27% работ, а также работ, выполненных без опоры на какую-либо концепцию (8%, 24 и 40%) (см. табл. 3).

Из 11 факторов 9 могли повлиять на результат. К ним относятся период написания, количество и однородность стран, продолжительность исследуемого периода, наборы индикаторов экономического роста, финансового и экономического развития, частота данных, лежащая в основе теоретическая концепция. Нейтральность двух факторов (период, за который использовались данные, и метод исследования) можно объяснить сосредоточением доступных длинных данных на периоде 1980–2004 гг., а также влиянием авторитетных передовых работ, например модель Кинга и Левина (King, Levine, 1993b), предложивших воспроизведенные во многих исследованиях методы множественной межстрановой регрессии, дополненной эконометрическим анализом временных рядов.

Отмечается высокая агрегированность индикаторов, представляющих экономический рост. Вместе с тем отрасли различаются капиталоемкостью, наукоемкостью, зависимостью от заемных источников, предпочитают разные инструменты финансирования. Из-за игнорирования фактора отраслевой структуры выросло разнообразие результатов исследований в связи с охватом большего числа стран.

Заключение

Анализ теоретических и эмпирических работ подтверждает переход от концепции позитивного влияния финансового рынка к пониманию его ограниченности, неуниверсальности и различию по странам.

Эволюция теоретической мысли показывает, что идея о безусловном положительном влиянии финансового посредничества и накопления долга (в русле неоклассического подхода) была «разбавлена» дискуссиями неоинституционального характера о возможностях привлеченного и собственного капитала, о целесообразности затрат на создание и работу финансового рынка, о значимости денежно-кредитной, налоговой политики и оптимальной структуры финансового рынка для эффективной работы последнего. Добавление идей поведенческих финансов привело к признанию финансовых кризисов частью финансового развития. Различия влияния финансового рынка по странам проиллюстрированы большим количеством эмпирических работ, следовавших за теорией. Были определены уровни финансовой глубины, либерализации, показателей экономического развития, ниже и выше которых связь финансового рынка и экономического роста ослабевает.

Теоретические и эмпирические работы, несмотря на разнообразие, опирались на общий механизм влияния финансового развития на экономику: содействие в привлечении инвестиций в реальный сектор и на-

копление физического, а позднее и человеческого капитала. Однако идеология постиндустриального общества, в котором промышленное производство в «богатых странах» переводилось в страны с дешевой рабочей силой и замещалось финансовыми и прочими услугами, привела к формированию новых механизмов влияния, требующих должного осмысления.

Игнорирование различий в отраслевых структурах экономик на практике приводило к большему разнообразию результатов, а также усиливало зависимость итогов работ от набора стран. Подтвердилось влияние на эмпирические итоги других факторов: период исследования, частота данных, состав экономических и финансовых индикаторов, применяемая теоретическая концепция и др.

Первый вывод, который из этого следует: необходим синтез⁵ и обновление теоретических концепций и моделей экономического роста с участием финансового рынка, учитывая как эволюцию финансового развития, так и появление новых механизмов связи финансового рынка с секторами экономики.

Второй вывод исходит из важности накопления нового массива эмпирических данных о влиянии финансового развития на экономику, построенного на обновленных теоретических концепциях, с охватом большего числа стран и со смещением в сторону современного периода.

Третий вывод заключается в целесообразности повышать объективность эмпирических исследований за счет большего учета страновой специфики; использования в качестве показателей экономического роста отраслевых составляющих ВВП; сопоставимости числа финансовых и экономических показателей в моделях; применения усредненных значений показателей для снижения влияния краткосрочных факторов; подключения анализа временных рядов.

Работа в данных направлениях важна для российского финансового рынка, который пока не стал самостоятельным фактором экономического роста (Столбов, 2008; Оно, 2012; Мамонов и др., 2018), но обладает для этого необходимым потенциалом.

Список источников / References

- Алехин Б. И. (2017). Банки, биржи и экономический рост России // Финансовый журнал. № 5. С. 71–83. [Alekhin B. I. (2017). Russia's financial structure and economic growth. *Financial Journal*, No. 5, pp. 71–83. (In Russian).]
- Мамонов М., Ахметов Р., Панкова В., Солнцев О., Пестова А., Дешко А. (2018). Поиск оптимальной глубины и структуры финансового сектора с точки зрения экономического роста, макроэкономической и финансовой стабильности // Деньги и кредит. Т. 77, № 3. С. 89–123. [Mamonov M., Akhmetov R., Pankova V., Solntsev O., Pestova A., Deshko A. (2018). Identification of financial sector optimal depth and structure from the perspective of economic growth, macroeconomic and financial stability. *Russian Journal of Money and Finance*, Vol. 77, No. 3, pp. 89–123. (In Russian).] <https://doi.org/10.31477/rjmf.201803.89>

⁵ По примеру «синтеза функции и структуры» Мертона (Merton, Bodie, 2004).

- Солодкая Т. И., Тали М. М. Т., Индустриев М. А. (2019). Эконометрический анализ влияния структуры финансового рынка на экономический рост Российской Федерации // Известия Саратовского университета. Новая серия. Сер.: Экономика. Управление. Право. Т. 19, вып. 1. С. 28–35. [Solodkaya T. I., Tali M. M. T., Industriev M. A. (2019). Econometric analysis of the financial market structure's influence on the Russian Federation's economic growth. *Izvestiya of Saratov University. Economics. Management. Law*, Vol. 19, No. 1, pp. 28–35. (In Russian).] <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2019-19-1-28-35>
- Столбов М. И. (2008). Финансовый рынок и экономический рост: контуры проблемы. М.: Научная книга. [Stolbov M. I. (2008). *Financial market and economic growth: Contours of the problem*. Moscow: Nauchnaya Kniga. (In Russian).]
- Столбов М. И., Голощанова И. О., Солнцев О. Г., Ахметов Р. Р., Панкова В. А., Цепилова Е. А. (2018). Определение модели российского финансового сектора на основе межстранового анализа // Вопросы экономики. № 5. С. 5–24. [Stolbov M. I., Goloshchapova I. O., Solntsev O. G., Akhmetov R. R., Pankova V. A., Tsepilova E. A. (2018). A cross-country comparative analysis of the Russian financial sector model. *Voprosy Ekonomiki*, No. 5, pp. 5–24. (In Russian).] <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2018-5-5-24>
- Хикс Д. Р. (2003). Теория экономической истории. М.: Журнал Вопросы экономики. [Hicks J. R. (2003). *Theory of economic history*. Moscow: Zhurnal Voprosy ekonomiki. (In Russian).]
- Шумпетер Й. А. (2008 [1911]). Теория экономического развития. Капитализм, социализм и демократия. М.: Эксмо. [Schumpeter J. A. (2008). *Theory of economic development. Capitalism, socialism, and democracy*. Moscow: Eksmo. (In Russian).]
- Abu-Bader S., Abu-Qarn A. S. (2008). Financial development and economic growth: Empirical evidence from six MENA countries. *Review of Development Economics*, Vol. 12, No. 4, pp. 803–817. <https://doi.org/10.1111/j.1467-9361.2008.00427.x>
- Alawadhi K. M., Alshamali N. M., Alshamali M. M. (2021). Financial development in developing countries and its impact on economic growth between 2008 and 2017. *Accounting and Finance Research*, Vol. 10, No. 4, pp. 50–67. <https://doi.org/10.5430/afr.v10n4p50>
- An H., Zou Q., Kargbo M. (2021). Impact of financial development on economic growth: Evidence from sub-Saharan Africa. *Australian Economic Papers*, Vol. 60, No. 2, pp. 226–260. <https://doi.org/10.1111/1467-8454.12201>
- Ang J. B. (2008). What are the mechanisms linking financial development and economic growth in Malaysia? *Economic Modeling*, Vol. 25, pp. 38–53. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2007.04.006>
- Arcand J. L., Berkes E., Panizza U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, Vol. 20, No. 2, pp. 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Arestis P., Demetriades P. (1997). Financial development and economic growth: Assessing the evidence. *Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, pp. 783–799. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0297.1997.tb00043.x>
- Arestis P., Demetriades P. O., Luintel K. B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 33, No. 1, pp. 16–41. <https://doi.org/10.2307/2673870>
- Asante G. N., Takyi P. O., Mensah G. (2023). The impact of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. Does institutional quality matter? *Development Studies Research*, Vol. 10, No. 1. <https://doi.org/10.1080/21665095.2022.2156904>
- Asteriou D., Spanos K. (2019). The relationship between financial development and economic growth during the recent crisis: Evidence from the EU. *Finance Research Letters*, Vol. 28, pp. 238–245. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2018.05.011>
- Barro R. J. (1991). Economic growth in a cross section of countries. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 407–443. <https://doi.org/10.2307/2937943>
- Beck T., Büyükkarabacak B., Rioja F. K., Valev N. T. (2012). Who gets the credit? And does it matter? Household vs. firm lending across countries. *B.E. Journal of Macroeconomics*, Vol. 12, No. 1. <https://doi.org/10.1515/1935-1690.2262>

- Beck T., Degryse H., Kneer C. (2014). Is more finance better? Disentangling intermediation and size effects of financial systems. *Journal of Financial Stability*, Vol. 10, pp. 50–64. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.03.005>
- Beck T., Levine R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 28, No. 3, pp. 423–442. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(02\)00408-9](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(02)00408-9)
- Bencivenga R., Smith B. (1991). Financial intermediation and endogenous growth. *Review of Economic Studies*, Vol. 58, No. 2, pp. 195–209. <https://doi.org/10.2307/2297964>
- Bencivenga V., Smith B., Starr R. (1995). Transaction costs, technological choice, and endogenous growth. *Journal of Economic Theory*, Vol. 67, No. 1, pp. 77–153. <https://doi.org/10.1006/jeth.1995.1069>
- Buffie E. (1984). Financial repression, the new structuralists, and stabilization policy in semiindustrialized economies. *Journal of Development Economics*, Vol. 14, No. 3, pp. 305–322. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(84\)90061-0](https://doi.org/10.1016/0304-3878(84)90061-0)
- Cecchetti S. G., Kharroubi K. (2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *BIS Working Paper*, No. 490.
- Cheng C., Chien M., Lee C. (2021). ICT diffusion, financial development, and economic growth: An international cross-country analysis. *Economic Modelling*, Vol. 94, pp. 662–671. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2020.02.008>
- Dabla-Norris E., Ji Y., Townsend R. M., Unsal D. F. (2015). Distinguishing constraints on financial inclusion and their impact on GDP, TFP, and the distribution of income. *NBER Working Paper*, No. 20821. <https://doi.org/10.3386/w20821>
- Das P. K., Guha-Khasnobis B. (2007). Finance and growth: An empirical assessment of the Indian economy. *WIDER Research Paper*, No. 2007/13.
- De Gregorio J., Guidotti P. E. (1995). Financial development and economic growth. *World Development*, Vol. 23, No. 3, pp. 433–448. [https://doi.org/10.1016/0305-750X\(94\)00132-1](https://doi.org/10.1016/0305-750X(94)00132-1)
- Deidda L., Fattouh B. (2001). Non linearity between finance and growth. *CRENoS Working Paper*, No. 200104. Centre for North South Economic Research, University of Cagliari and Sassari, Sardinia.
- Demetriades P., Hussein K. (1996). Financial development and economic growth: Cointegration and causality tests for 16 countries. *Journal of Development Economics*, Vol. 51, No. 2, pp. 387–411. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00421-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00421-X)
- Demetriades P., Law S. H. (2006). Finance, institutions and economic development. *International Journal of Finance and Economics*, Vol. 11, No. 3, pp. 245–260. <https://doi.org/10.1002/ijfe.296>
- Demirgüç-Kunt A., Levine R. (2008). Finance, financial sector policies, and long-run growth. *World Bank Policy Research Working Paper*, No. WPS4469. <https://doi.org/10.1596/1813-9450-4469>
- Diamond D. W., Dybvig P. H. (1983). Bank runs, deposit insurance, and liquidity. *Journal of Political Economy*, Vol. 91, No. 3, pp. 401–419. <https://doi.org/10.1086/261155>
- Domar E. D. (1946). Capital expansion, rate of growth, and employment. *Econometrica*, Vol. 14, No. 2, pp. 137–147. <https://doi.org/10.2307/1905364>
- Ductor L., Grechyna D. (2015). Financial development, real sector, and economic growth. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 37, pp. 393–405. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2015.01.001>
- Easterly W., Islam R., Stiglitz J. E. (2001). Shaken and stirred: Explaining growth volatility. In: B. Pleskovic, N. Stern (eds.). *Annual World Bank Conference on Development Economics 2000*. Washington, DC: World Bank, pp. 191–211.
- Estrada G. (2010). Financial development and economic growth in developing Asia. *Asian Development Bank Economics Working Paper*, No. 233. <https://doi.org/10.2139/ssrn.1751833>
- Gelbard E., Pereira L. S. (1999). Measuring financial development in sub-Saharan Africa. *IMF Working Paper*, No. 99/105. <https://doi.org/10.5089/9781451852806.001>

- Gennaioli N., Shleifer A., Vishny R. (2012). Neglected risks, financial innovation, and financial fragility. *Journal of Financial Economics*, Vol. 104, No. 3, pp. 452–68. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2011.05.005>
- Gerschenkron A. (1962). *Economic backwardness in historical perspective: A book of essays*. Cambridge: Harvard University Press.
- Greenwood J., Jovanovic B. (1997). Financial development, growth, and the distribution of income. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, pp. 1076–1107. <https://doi.org/10.1086/261720>
- Greenwood J., Smith B. (1990). Financial market in development and the development of financial markets. *Journal of Political Economy*, Vol. 98, No. 5, pp. 145–181. [https://doi.org/10.1016/0165-1889\(95\)00928-0](https://doi.org/10.1016/0165-1889(95)00928-0)
- Gurley J. G., Shaw E. S. (1955). Financial aspects of economic development. *American Economic Review*, Vol. 45, No. 4, pp. 515–538.
- Guru B. K., Yadav I. S. (2019). Financial development and economic growth: Panel evidence from BRICS. *Journal of Economics, Finance and Administrative Science*, Vol. 24, No. 47, pp. 113–126. <https://doi.org/10.1108/JEFAS-12-2017-0125>
- Hao Y., Wang L., Lee C. (2020). Financial development, energy consumption and China's economic growth: New evidence from provincial panel data. *International Review of Economics & Finance*, Vol. 69, pp. 1132–1151. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2018.12.006>
- Harrod R. (1936). An essay in dynamic theory. *Economic Journal*, Vol. 49, No. 193, pp. 14–33. <https://doi.org/10.2307/2225181>
- Ibrahim M., Alagidede P. (2018). Effect of financial development on economic growth in sub-Saharan Africa. *Journal of Policy Modeling*, Vol. 40, No. 6, pp. 1104–1125. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2018.08.001>
- Kaminsky G. L., Reinhart C. M. (1999). The twin crises: The causes of banking and balance-of-payments problems. *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 473–500. <https://doi.org/10.1257/aer.89.3.473>
- Khan M. S., Senhadji A. S. (2000). Financial development and economic growth: An overview. *IMF Working Paper*, No. WP/00/209. <https://doi.org/10.5089/9781451874747.001>
- Khuloud M. A., Nour M. A., Mansour M. A. (2021). Financial development in developing countries and its impact on economic growth between 2008 and 2017. *Accounting and Finance Research*, Vol. 10, No. 4, pp. 50–67. <https://doi.org/10.5430/afr.v10n4p50>
- Kim J., Lee C. H. (2010). Finance and economic development in Korea. *SIRFE Working Paper*, No. 10-A05.
- Kindleberger C. P. (1978). *Manias, panics and crashes: A history of financial crises*. New York: Basic Books.
- King R.G., Levine R. (1993a). Finance and growth: Schumpeter might be right. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 108, No. 3, pp. 717–737. <https://doi.org/10.2307/2118406>
- King R. G., Levine R. (1993b). Finance, entrepreneurship and growth. Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 32, No. 3, pp. 513–542. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(93\)90028-E](https://doi.org/10.1016/0304-3932(93)90028-E)
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. (1997). Legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, pp. 1131–1150. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x>
- Levine R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, pp. 688–726.
- Levine R., Loayza N., Beck T. (2000). Financial intermediation and growth: Causality and causes. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, No. 1, pp. 31–77. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(00\)00017-9](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(00)00017-9)
- Levine R., Zervos S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp. 537–558.
- Loayza N. V., Rancière R. (2006). Financial development, financial fragility, and growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 38, No. 4, pp. 1051–1076. <https://doi.org/10.1353/mcb.2006.0060>

- Lucas R. E. (1988). On the mechanics of economic development. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 22, No. 1, pp. 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- McKinnon R. I. (1973). *Money and capital in economic development*. Washington, DC: Brookings Institution.
- Merton R., Bodie Z. (2004). The design of financial systems: Towards a synthesis of function and structure. *NBER Working Paper*, No. 10620. <https://doi.org/10.3386/w10620>
- Minsky H. P. (1974). The modeling of financial instability: An introduction. *Modeling and Simulation*, Vol. 5, No. 1, pp. 267–272.
- Modigliani F., Miller M. H. (1958). The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. *American Economic Review*, Vol. 48, No. 3, pp. 261–297.
- Morck R., Nakamura M. (1999). Banks and corporate control in Japan. *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 1, pp. 319–339. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00106>
- Naqeeb-ur-Rehman N., Hysa E. (2021). The effect of financial development and remittances on economic growth. *Cogent Economics & Finance*, Vol. 9, No. 1, pp. 1–15. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1932060>
- Neimke M. (2003). Financial development and economic growth in transition countries. *IEE Working Papers*, No. 173. Bochum: Ruhr-Universität Bochum, Institut für Entwicklungsforschung und Entwicklungspolitik.
- Neusser K., Kugler M. (1998). Manufacturing growth and financial development: Evidence from OECD countries. *Review of Economics and Statistics*, Vol. 80, pp. 636–646. <https://doi.org/10.1162/003465398557726>
- Nguyen H. M., Le Q. T., Ho C. M., Nguyen T. C., Vo D. H. (2022). Does financial development matter for economic growth in the emerging markets? *Borsa Istanbul Review*, Vol. 22, No. 4, pp. 688–698. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2021.10.004>
- Nguyen Y. N., Brown K., Skully M. (2019). Impact of finance on growth: Does it vary with development levels or cyclical conditions? *Journal of Policy Modelling*, Vol. 41, No. 6, pp. 1195–1209. <https://doi.org/10.1016/j.jpolmod.2019.05.006>
- Obstfeld M. (1994). Risk-taking, global diversification, and growth. *American Economic Review*, Vol. 84, No. 5, pp. 10–29.
- Ono S. (2012). Financial development and economic growth: Evidence from Russia. *Europe-Asia Studies*, Vol. 64, No. 2, pp. 247–256. <https://doi.org/10.1080/09668136.2012.635484>
- Park C. (2003). Financial development following economic growth: The Chinese case. *East Asian Economic Review*, Vol. 7, No. 1, pp. 29–63. <https://doi.org/10.11644/KIEP.JEAI.2003.7.1.101>
- Park Y., Wonho S., Wang Y. (2006). Finance and economic development in Korea. *Journal of East Asian Economic Integration*, Vol. 10, No. 1, pp. 161–184. <https://doi.org/10.11644/KIEP.JEAI.2006.10.1.155>
- Patrick H. T., Park Y. C. (1994). *Financial development in Japan, Korea, and Taiwan*. New York: Oxford University Press.
- Popov A. (2017). Evidence on finance and economic growth. *ECB Working Paper*, No. 2115.
- Raghuatla C., Chittedi K. R. (2021). Financial development, real sector and economic growth: Evidence from emerging market economies. *International Journal of Finance & Economics*, Vol. 26, No. 4, pp. 6156–6167. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2114>
- Rajan R. G. (2005). Has financial development made the world riskier? *NBER Working Paper*, No. 11728. <https://doi.org/10.3386/w11728>
- Rajan R. G., Zingales L. (1998). Financial dependence and growth. *American Economic Review*, Vol. 88, No. 3, pp. 559–586.
- Rancière R., Tornell A., Westermann F. (2008). Systemic crises and growth. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 123, No. 1, pp. 359–406. <https://doi.org/10.1162/qjec.2008.123.1.359>
- Rebelo S. (1991). Long-run policy analysis and long-run growth. *Journal of Political Economy*, No. 3, pp. 500–521. <https://doi.org/10.1086/261764>
- Reinhart C. M., Rogoff K. S. (2009). The aftermath of financial crises. *American Economic Review*, Vol. 99, No. 2, pp. 466–472. <https://doi.org/10.1257/aer.99.2.466>

- Rioja F., Valey N. (2004). Does one size fit all? A reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of Development Economics*, Vol. 74, No. 2, pp. 429–447. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(04\)00022-7](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(04)00022-7)
- Robinson J. (1952). *The generalization of the general theory*. London: Palgrave Macmillan.
- Roubini N., Sala-i-Martin X. (1992). Financial repression and economic growth. *Journal of Development Economics*, Vol. 39, No. 1, pp. 5–30. [https://doi.org/10.1016/0304-3878\(92\)90055-E](https://doi.org/10.1016/0304-3878(92)90055-E)
- Rousseau P. L., Wachtel P. (1998). Financial intermediation and economic performance: Historical evidence from five industrialized countries. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 30, No. 4, pp. 657–678. <https://doi.org/10.2307/2601123>
- Rousseau P. L., Wachtel P. (2002). Inflation thresholds and the finance–growth nexus. *Journal of International Money and Finance*, Vol. 21, No. 6, pp. 777–793. [https://doi.org/10.1016/S0261-5606\(02\)00022-0](https://doi.org/10.1016/S0261-5606(02)00022-0)
- Rousseau P. L., Wachtel P. (2011). What is happening to the impact of financial deepening on economic growth? *Economic Inquiry*, Vol. 49, No. 1, pp. 276–288. <https://doi.org/10.1111/j.1465-7295.2009.00197.x>
- Samargandi N. S., Fidrmuc J., Ghosh S. (2015). Is the relationship between financial development and economic growth monotonic? Evidence from a sample of middle-income countries. *World Development*, Vol. 68, pp. 66–81. <https://doi.org/10.1016/j.worlddev.2014.11.010>
- Sahay R. S., Čihák M., N'Diaye P., Barajas A., Bi R., Ayala D., Gao Y., Kyobe A., Nguyen L., Saborowski C., Svirydenka K., Yousefi S. R. (2015). Rethinking financial deepening: Stability and growth in emerging markets. *IMF Staff Discussion Note*, No. 15/08. <https://doi.org/10.5089/9781498312615.006>
- Seyfullayev I., Seyfullali R. (2023). The impact of financial development on the manufacturing industry in resource-rich countries: Empirical evidence from Azerbaijan. *Journal of Eastern European and Central Asian Research*, Vol. 10, No. 3, pp. 478–487. <https://doi.org/10.15549/jeecar.v10i3.1289>
- Shahbaz M., Khan S., Tahir M. I. (2013). The dynamic links between energy consumption, economic growth, financial development and trade in China: Fresh evidence from multivariate framework analysis. *Energy Economics*, Vol. 40, pp. 8–21. <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2013.06.006>
- Shan J. (2005). Does financial development “lead” economic growth? A vector autoregression appraisal. *Applied Economics*, Vol. 37, pp. 1353–1367. <https://doi.org/10.1080/00036840500118762>
- Shaw E. S. (1973). *Financial deepening in economic development*. New York: Oxford University Press.
- Thrainn E. (1990). *Economic behavior and institutions*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Tobin J. (1984). On the efficiency of the financial system. *Lloyds Bank Review*, No. 153, pp. 1–15.
- Uddin G. S., Sjo B., Shahbaz M. (2013). The causal nexus between financial development and economic growth in Kenya. *Economic Modelling*, Vol. 35, pp. 701–707. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2013.08.031>
- Wijnberg S. V. (1983). Interest rate management in LDCs. *Journal of Monetary Economics*, Vol. 12, No. 3, pp. 433–452. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(83\)90063-6](https://doi.org/10.1016/0304-3932(83)90063-6)
- Wolde-Rufael Y. (2009). Re-examining the financial development and economic growth nexus in Kenya. *Economic Modelling*, Vol. 26, pp. 1140–1146. <https://doi.org/10.1016/j.econmod.2009.05.002>
- Yang F. (2019). The impact of financial development on economic growth in middle-income countries. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, Vol. 59, pp. 74–89. <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2018.11.008>
- Zanella F., Oyelere P. B. (2021). Is financial development crucial for all economies? *Cogent Economics & Finance*, Vol. 9, No. 1, pp. 1–12. <https://doi.org/10.1080/23322039.2021.1923883>

Financial development and economic growth: Current issues of theory and practice of research

Tatyana V. Zhukova

Author affiliation: Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations of the Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia).
Email: ttanya2001@gmail.com

The article contains an analysis of theoretical and empirical research on the relationship between financial and economic development, that have been accumulated since the beginning of the 20th century. The diversity of concepts in the absence of a recognized theory of economic growth, and the rapid evolution of financial market make this issue still relevant. The empirical research is based on the theories which were developed at least 30 years ago and they don't include a number of modern trends (a multiple increase in financial innovation, the dominance of global markets, sectoral polarization of economies and contraction of the real sector in a number of countries). This leaves gaps in understanding the mechanisms of financial market impact on economic growth, increases the diversity of results. The purpose of this work is to systemize the ideas around financial market influence on economic growth that have been established in theory and practice to form an objective picture of what was happening, as well as to identify the actual ways of theoretical concepts renewal, to prepare recommendations for improving analytical approaches. Using the methods of analytical grouping, meaningful and evolutionary analysis: databases of theoretical (25 for 1911–2000s) and empirical (71 for 1993–2023) works have been formed (by groups of financial market influence); the evolution of theoretical concepts and endogenous economic-mathematical models of economic growth based on financial development has been considered; a factor analysis of empirical studies by 11 essential parameters has been carried out. According to the results, the influence of financial market on economic growth is not universal and varies across countries. The increased diversity of research results is associated with a decrease in their accuracy due to: emergence of new mechanisms of the financial market influence on economic growth; failure to take into account differences in sectoral structures of economies; dependence of empirical research on external factors not related to the hypothesis being tested (9 out of 11 reviewed). Conclusions and recommendations are provided: on the need to rethink of the theoretical concepts, on improving the quality of empirical studies; on the importance of accumulating a new body of empirical data around the impact of the financial market on economic growth at the present stage.

Keywords: economic growth, financial market, financial development, economic development, theories of economic growth, endogenous growth models, financial market structure, evolutionary analysis, factor analysis.

JEL: O16, O41, O47.