

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТАТЬЯ

<https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2025.22-1.8>

УДК 330.3, 330.8, 336.7

JEL G2 O16 P16



## Политическая экономия финансового развития<sup>1</sup>

**Константин В. КРИНИЧАНСКИЙ**  *Финансовый университет, г. Москва, Российская Федерация*

**Для цитирования:** Криничанский, К. В. (2025). Политическая экономия финансового развития. *AlterEconomics*, 22(1), 103–120. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2025.22-1.8>

**Аннотация.** Развитие финансовых секторов большого числа стран рассматривается в последние десятилетия как существенный фактор динамики их экономического развития. В то же время это недостаточно мотивирует власти повышать уровень финансового развития, который сильно различается в глобальном разрезе. Очевидность преимуществ, которые дает лучшее развитие финансов в стране, сталкивается с проблемой понимания, от чего зависит успех в этом вопросе. Этот важный фокус исследования является предметом данной работы. Цель настоящего исследования состоит в том, чтобы осветить ракурс финансового развития, раскрываемый посредством политэкономического анализа, а также обобщить результаты отдельных исследований финансового развития, помещая их в политэкономическую рамку. В этой части показано, что результаты, отраженные в работах направления «финансы — рост», могут быть интерпретированы в политэкономическом ключе, например, когда они обнаруживают нелинейность изучаемой взаимосвязи и различную чувствительность экономического роста к индикаторам финансовой глубины для разных групп стран. Также проведенный анализ позволил обнаружить, что группы специальных интересов сдерживают развитие отдельных секторов финансового рынка, в особенности сильно затрагивая финансовую инклюзию. В России это, в частности, относится к рынку коллективных инвестиций, определяя не только недостаточную финансовую доступность финансовых услуг, но и кардинальное отставание глубины рынка в сравнении с другими странами БРИКС. Показано, что финансовая доступность может быть повышена за счет развития технологий и более глубокой международной интеграции. Вместе с тем здесь также имеются ограничения, касающиеся на уровне отдельных граждан проблемы цифрового неравенства, возможностей конструирования непрозрачных финансовых контрактов; на уровне стран — невозможности извлечения равных выгод от глобализации для стран с разным уровнем финансового развития. Данные направления могут быть перспективными для дальнейших исследований.

**Ключевые слова:** финансовое развитие, финансовая либерализация, финансовые институты, финансовая доступность, политическая экономия, институты, группы специальных интересов

<sup>1</sup> © Криничанский К. В. Текст. 2025.

# Political Economy of Financial Development

Konstantin V. KRINICHANSKY ✉ 

*Financial University, Moscow, Russian Federation*

**For citation:** Krinichansky, K. V. (2025). Political Economy of Financial Development. *AlterEconomics*, 22(1), 103–120. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2025.22-1.8>

**Abstract.** The development of financial sectors in many countries has been recognized as a key factor in their economic growth over recent decades. However, this has not been enough to motivate authorities to advance financial development, which remains uneven across countries. While the advantages of better financial development are clear, understanding the factors behind success remains a challenge. This paper focuses on this issue, aiming to examine financial development through the lens of political economy and summarize findings from related studies within this framework. It shows that research on the “finance-growth nexus” can be interpreted politically, revealing, for example, the non-linearity of the relationship and the varying sensitivity of economic growth to financial depth indicators across countries. The analysis also highlights how special interest groups hinder the development of certain financial market sectors, particularly financial inclusion. In Russia, this situation is evident in the collective investment market, where financial services remain insufficiently accessible, and market depth lags behind other BRICS countries. The study suggests that financial access can be improved through technological development and deeper international integration, though challenges remain, including digital inequality and the construction of opaque financial contracts. Additionally, countries with different levels of financial development may not equally benefit from globalization, posing further constraints. These issues offer promising avenues for future research.

**Keywords:** financial development, financial liberalization, financial institutions, financial access, political economy, institutions, special interest groups

## 1. Введение

Историю успехов и неудач, которые различные страны испытывали на протяжении новейшего периода, начиная с эпохи промышленных революций и вплоть до настоящего времени, невозможно осмыслить без глубокого анализа тех процессов, которые охватывали финансовый сектор, публичные финансы, монетарную сферу и валютные рынки. В академической литературе (Arestis et al., 2015), документах международных финансовых организаций (Всемирного банка, МВФ), а также публикациях некоторых центральных банков качественные и количественные изменения, затрагивавшие финансовую сферу, выражаются с помощью короткого обобщающего термина «финансовое развитие», а теоретическая область, посвященная соответствующим вопросам, получила название теории финансового развития.

Разработка этой теоретической области в настоящее время охватывает огромный круг вопросов и задействует широкий методологический аппарат. Доминирование неоклассического направления в экономических исследованиях повлекло образование некоторого уклона в исследованиях в сторону изучения финансового развития как потенциального фактора экономического развития и роста. Это сформировало такие крупные направления исследований, как «связь финансов и роста» (Beck, 2020), «связь финансов и неравенства» (Brei et al., 2018), «связь финансов и инноваций» (Hsu et al., 2014) и др. Несмотря на то, что в рамках этих исследований обсуждались различные конфигурации причинно-следственных связей, а эмпирические изыскания с использованием эконометрических техник могли не только подтверждать, но и опровергать базовые предпо-

ложения относительно положительного влияния развития финансовых секторов на экономику и благосостояние (Arcand et al., 2015), всё же нельзя не заметить некоторую стилизацию общих выводов и подходов, которая могла бы быть выражена тремя тезисами:

- финансовое развитие происходит в странах с рыночной экономикой в режиме, близком автоматическому;
- финансовое развитие благоприятствует экономическому росту, может сглаживать неравенство и способствовать преодолению бедности;
- власти и регуляторы способны содействовать финансовому развитию, формируя соответствующее законодательство, добиваясь макроэкономической стабилизации, обеспечивая создание инфраструктуры финансового сектора и пр.

На наш взгляд, подобная стилизация недостаточна, поскольку неверно ориентирует общество и технических управленцев, реализующих экономическую политику. Во-первых, такая стилизация подпитывает ложный вывод, что финансовое развитие должно рассматриваться в логике общей закономерности, так что опыт одних стран может быть свободно и без издержек распространён на другие. Во-вторых, она не обнаруживает того полезного релятивизма, который подсказывает, что успех одних экономик не гарантирует успеха других, и многое зависит от условий конкретных стран (Deidda, 2006). В-третьих, она оставляет за пределами внимания процессы, протекающие в поле общественных взаимодействий, конкуренции за ренту и влияние, которые могут значительно усложнять взаимосвязи, вводить трение в механизмы принятия решений, касающихся финансового развития<sup>1</sup>, препятствовать трансмиссии финансового развития в рост или снижение неравенства. Наконец, мы констатируем, что такие процессы традиционно являются одним из предметов политико-экономических исследований, а поэтому именно поворот в пользу использования политэкономического ракурса может способствовать достижению более глубокого понимания работы социально-экономических механизмов, определяющих связь финансов с экономической и социальной динамиками внутри стран.

Таким образом, целью настоящего исследования является критический пересмотр некоторых положений и ряда выводов теории финансового развития с учетом того, что они помещаются в призму политэкономического анализа.

## 2. Ключевые направления и основной предмет теории финансового развития

Теория финансового развития начала формироваться в 1970-е гг. Ее становление было мотивировано как процессами, протекавшими в крупнейших экономиках, в которых рост благосостояния среднего класса вызывал серьезные изменения в части усложнения сберегательной системы, появления новых финансовых инструментов и продуктов и в конечном счете трансформации структуры финансовой системы, постепенного усиления институтов рынка капитала, так и событиями, затрагивавшими мир формирующихся экономик и развивающихся стран, а несколько позднее — стран с экономикой в стадии транзита. Концептуальное ядро теории финансового развития складывалось как своеобразный синтез таких научных направлений, как финансы, теория финансового посредничества, теория экономического роста, теория социально-экономиче-

<sup>1</sup> Здесь мы не говорим о роли уровня развития институтов, которая довольно глубоко изучена авторами. См., например: (Ehigiamusoe & Samsurijan, 2021).

ских реформ. Так, в широко известной публикации Р. Ливайна (Levine, 1997), содержащей оригинальную функциональную концепцию зависимости экономического роста от финансового развития, есть обзор литературы, в котором обсуждаются микрооснования связи финансов и роста (на уровне фирм), анализ связи финансовой структуры<sup>1</sup> и экономического роста, результаты эмпирических работ, оценивающих параметры регрессий различных индикаторов финансового развития на рост, и, наконец, труды с множеством «кейс-стади», которые показывают, как на уровне отдельных стран (Аргентина, Бразилия, Индонезия, Мексика, Германия, Тайвань, Чили, Южная Корея, США и пр.) та или иная политика в области развития финансового сектора воплощалась в экономическое процветание или, напротив, заканчивалась неудачей.

Следует дополнительно заметить, что работы, относящиеся к проблематике теории реформ, в частности, поднимавшие вопросы последствий финансовой либерализации для различных стран (Ang, 2011), в общем потоке работ по финансовому развитию оказывались своего рода второстепенной ветвью, тогда как своеобразный «мейнстрим» образовывали работы, содержащие эконометрический анализ связи финансового развития (отслеживаемого с помощью некоторого набора прокси-индикаторов), с одной стороны, и экономического роста, роста производительности, сокращения неравенства и т. д. — с другой. Таким образом, можно заметить, что основной предмет исследований в области финансового развития смещался в сторону взаимосвязи финансового развития и экономического роста или иных показателей социо-экономической динамики.

Не умаляя значения и вклада работ в данном направлении (которое постепенно все больше становилось некоторой ветвью макроэконометрики) для понимания закономерностей финансового развития в его соотношении с экономической динамикой, всё же можно подумать, что авторы множества десятков статей ходят если не по замкнутому кругу, то по циклу, обсуждая проблемы эндогенности (Beck, 2008), направленности причинно-следственных связей (Peia & Roszbach, 2015), нелинейности связи финансов и роста (Arcand et al., 2015; Agiropoulos et al., 2019). Очень немногим авторам удается преодолеть этот цикл, выходя в область условий реализации политики финансового развития в конкретных странах (Ono 2017; Guo et al., 2023), экономической политики, учитывающей выводы эмпирических работ в области связи финансов и роста (Song & Thakor, 2013; Popov, 2017). Наконец, совсем малочисленный круг авторов предлагает политическую экономию в качестве методологии исследования проблем финансового развития и его связи с экономическим ростом или другими характеристиками экономического развития. Вместе с тем, смещая предмет исследований теории финансового развития в политэкономическую область, можно было бы разрешить ряд сложных вопросов данной теории, переосмыслить ряд уже полученных ранее результатов, получить более реалистичную картину происходящего в финансовом секторе. В завершении данного пункта заметим, что, по выражению Дж. Асемоглу (Acemoglu, 2010), соображения политической экономии должны быть центральными в исследовании проблем развития, а выводы, которые игнорируют политическую экономию, рискуют оказаться неверными. В этой связи мы далее намерены показать, как политэкономии-

<sup>1</sup> Под финансовой структурой в данной литературе подразумевается соотношение в экономике следующих институциональных секторов — банковского сектора и сектора, представляющего ликвидный рынок ценных бумаг, деривативов и пр.

ческий контекст влияет на имеющиеся результаты в области теории финансового развития и какие новые выводы он может дать относительно некоторых вопросов, например, касающихся цифровизации финансового сектора.

### 3. Политэкономические аспекты современного финансового развития

Современная литература по финансовому развитию рассматривает этот процесс и его проявления в нескольких преломлениях. Чаще всего различают такие его составляющие, как финансовая доступность (инклюзия)<sup>1</sup>, финансовая глубина, финансовая стабильность и эффективность (Криничанский, Анненская, 2022). В каждом случае можно обнаружить различные формы проявления политэкономического контекста в части обнаруживаемых характеристик финансового развития. Пожалуй, наиболее рано и ярко в литературе было подсвечено то, как политэкономический контекст может сказываться на характеристиках финансовой инклюзии. Так, Л. Зингалес и Р. Раджан (2004) нашли важным, что «влиятельные круги способны блокировать развитие институтов, необходимых для функционирования финансовой системы». Так было, например, в случае с имевшим место на протяжении целых десятилетий в США запрета для банков открывать филиалы в других штатах (Kroszner & Strahan, 1999). Этот запрет был выгоден банковскому лобби, поскольку защищал их бизнес, позволял поддерживать выгодные условия по депозитам и кредитным операциям. Одновременно с этим он ограничивал конкуренцию между банками, вредил развитию бизнеса (в особенности мелкого и среднего), доступность которого к кредитным ресурсам была недостаточной.

Еще один пример подобного рода имел место в Японии, где до середины 1980-х гг. банки сдерживали развитие рынка облигаций, получив в свой контроль Комиссию по облигациям. Вместо того, чтобы обеспечивать качество новых эмиссий облигаций, комиссия препятствовала тому, чтобы бизнес получал финансирование посредством такой эмиссии, канализируя спрос на фондирование в рынок банковского кредита. Лишь после того, как произошло открытие евროрынка и были устранены барьеры для проникновения иностранного капитала в Японию, корпорации начали более свободно заимствовать на долговом рынке в обход банков, и внутренний рынок облигаций Японии значительно развился.

Обширная литература показывает, что влиятельные группы могут стоять на страже законов, сохраняющих государственную собственность на банки и иные финансовые институты, извлекая при этом значительные ренты (Sapienza, 2004; Dinç, 2005; Khwaja & Mian, 2005; Cole, 2009). Обратной стороной такого положения вещей является низкая финансовая инклюзия, отставание в росте активов финансовой системы в сравнении с другими странами, стагнация иных индикаторов финансовой глубины (в частности, относящихся к глубине развития рынка капитала), тогда как желаемая финансовая стабильность и тем более эффективность в такой структуре финансового сектора отнюдь не гарантированы.

Более общий взгляд на оптимальные границы государства и условия их достижения в контексте создания условий для формирования конкурентной финансовой

<sup>1</sup> Уместно различать эти родственные в содержательном плане понятия. Если финансовая доступность — это, скорее, о готовности финансовой системы предоставлять кредит, создавать востребованные финансовые продукты и услуги для населения и бизнеса, то финансовая инклюзия — о том, как реально обстоит дело с использованием населением и бизнесом финансовых услуг, инструментов, продуктов.

среды исходит из необходимости развития политических институтов для ограничения волонтаристских действий представителей власти. Необходимы не только определенные правовые институты, но и культура, в рамках которой должны быть исключены практики отказа правительства от исполнения условий собственных долговых обязательств, действий, имеющих характер экспроприации (включая неправомерное наложение ареста на активы или организации), судебное исполнение контрактов в пользу определенных групп, проявления иных форм конфликта интересов (Cortes Conde, 1999; Норт и др., 2011).

Ряд работ (Glaeser et al., 2004; Stulz, 2005; Jensen, 2008; Jensen & Johnston, 2011; Boubakri et al., 2013) интересен тем, что в них изложен политико-экономический взгляд на проблему финансовой инклюзии, касающуюся не бизнеса или не только бизнеса, но и домохозяйств. Авторы показали, как политики, действующие в логике поиска ренты, стремились экспроприировать богатство домохозяйств для достижения своих собственных интересов, в результате чего домохозяйствам становилось доступно меньше дискреционных денег. В итоге в разных исследуемых странах спрос на финансовые услуги падал, а уровень финансовой инклюзии если не снижался, но и не рос. Общими выводами работ является то, что финансовая доступность формируется в условиях лучшей защиты политических прав, поощрения общественного контроля, свободы политической конкуренции, сдерживания коррупции (Зингалес, Раджан, 2004; Haber & Perotti, 2008; Ma et al., 2024).

Продолжая ту же логику применительно к российскому рынку, можно проанализировать, например, в какой модели в стране до сих пор развивался сегмент сбережений. Здесь прежде всего мы концентрируем внимание на банковских депозитах и участии частных лиц в паевых инвестиционных фондах, НПФ, покупках полисов страхования жизни. Тогда как в развитых странах практически повсеместно верх одержала модель «открытой архитектуры» дистрибуции продуктов и инструментов, в которых сбережения граждан оказываются в руках управляющих активами (Абрамов и др., 2015), в России (несмотря на отсутствие каких-либо правовых препятствий) действует модель «закрытой архитектуры». Для российских граждан это по факту означает невозможность совершения операций с широким набором инструментов с единого счета, т. е. будучи клиентом одного *sell-side* игрока. Эти игроки — банки, крупные инвестиционные холдинги (компании с лицензиями брокеров, дилеров и доверительных управляющих на рынке ценных бумаг) — предпочитают создавать собственные линейки продуктов и удерживать внутри себя все клиентские покупки и операции. На выходе рынок оказывается малоликвидным, узким, дорогим для потребителя, а инвестиционные продукты низкодоходными или вовсе приносящими отрицательный реальный эффект своим держателям. Это сказывается и на показателе глубины рынка. Так, по данным Всемирного банка, индикатор «Активы инвестиционных фондов к ВВП» России на конец 2020 г. составлял всего 4,61 %, тогда как в Индии он находился на уровне 15,84 %, в КНР — 18,03 %, в ЮАР — 61,54 %, в Бразилии — 79,91 %<sup>1</sup>.

Расширяя этот анализ, следует указать на то, что как для России, так и других стран с формирующимися рынками в той или иной степени характерны проблемы чрезмерно высокой концентрации в основных сегментах финансовых рынков

<sup>1</sup> World Bank. (2019). Global financial development report 2019/2020: Bank regulation and supervision a decade after the global financial crisis. *The World Bank*. <https://www.worldbank.org/en/publication/gfdr/data/global-financial-development-database> (дата обращения: 12.12.2024).

(главным образом на рынке банковских услуг), использования выборочного непрозрачного принципа в назначении налоговых льгот, преференций эмитентам, неселективного использования субсидирования процентных ставок в интересах определенных групп бизнеса (таков, например, случай субсидирования процентной ставки в рамках программы льготной ипотеки в России), закрытости информации об эмитентах (что имеет критически важное значение для принятия взвешенных инвестиционных решений на фондовом рынке). Эти практики нарушают баланс равновесия на рынках, искажают равновесную цену финансовых инструментов, создают прямые и транзакционные издержки и изменяют стоимость продуктов для большинства потребителей, сдерживая тем самым финансовое развитие и ослабляя его положительные эффекты для экономической динамики.

Можно показать, что технологии помогают отчасти преодолевать проблемы ограничений финансовой доступности, заставляя одновременно влиятельные политические силы отступать от своих позиций, ограждающих их доходы и ренты от конкуренции (Beck et al., 2007; Sarma & Pais, 2011). В особенности значимым является современный рывок в технологиях цифровизации, который значительно упростил и удешевил доступность финансовых услуг для большой массы пользователей (Криничанский, Зеленева, 2024). Здесь уместно показать, что согласование интересов узкого круга элит и широкой массы населения, а также других участников осуществляется в порядке предельно открытых возможностей для продвижения инноваций. Анализируя множество документов национальных финансовых регуляторов (включая Банк России), можно заметить, что они придерживаются подхода, согласно которому всемерно поощряется внедрение инноваций в сфере цифровизации финансового сектора<sup>1</sup>. Исключения касаются лишь тех случаев, когда затрагивается монополия центральных банков на эмиссию (ограничения, касающиеся криптовалют)<sup>2</sup>, жесткости соблюдения требований «антиотмывочного» законодательства<sup>3</sup>, практик, которые могли бы оказать серьезное негативное воздействие на финансовую стабильность. Реализация такого подхода большим числом стран обусловлена, на наш взгляд, высочайшей конкуренцией в данной сфере и соответствующими рисками технологического отставания в случае наложения избыточных запретов на инноваторов. Сегодняшний период в определенном смысле сравним с периодом, известным в истории финансового развития как период «свободного банковского дела» в США (Economopoulos & O'Neill, 1995; Moss & Brennan, 2004), сложившийся во многом благодаря конкуренции между штатами и по итогу принесшей внушительные выигрыши США, расширив доступ к рынку, способствовал быстрому росту кредитования и в конечном счете росту

<sup>1</sup> Центральный банк Российской Федерации. (2024). *Основные направления развития финансовых технологий на период 2025–2027 годов*. Москва: Банк России. [http://www.cbr.ru/Content/Document/File/166399/onfintech\\_2025-27.pdf](http://www.cbr.ru/Content/Document/File/166399/onfintech_2025-27.pdf) (дата обращения: 01.12.2024).

<sup>2</sup> Центральный банк Российской Федерации. (2022). *Криптовалюты: тренды, риски, меры. Доклад для общественных консультаций*. Москва: Банк России. [http://www.cbr.ru/content/document/file/132241/consultation\\_paper\\_20012022.pdf](http://www.cbr.ru/content/document/file/132241/consultation_paper_20012022.pdf) (дата обращения: 01.12.2024).

<sup>3</sup> Центральный банк Российской Федерации. (2024). *Становление и развитие механизмов удаленной идентификации в российской системе противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма. Доклад для общественных консультаций*. Москва: Банк России. [https://www.cbr.ru/Content/Document/File/166305/Consultation\\_Paper\\_09102024.pdf](https://www.cbr.ru/Content/Document/File/166305/Consultation_Paper_09102024.pdf) (дата обращения: 01.12.2024).

как в аграрном, так и в промышленном секторах, позволившему США уже в конце XIX в. опередить по размеру экономики Великобританию.

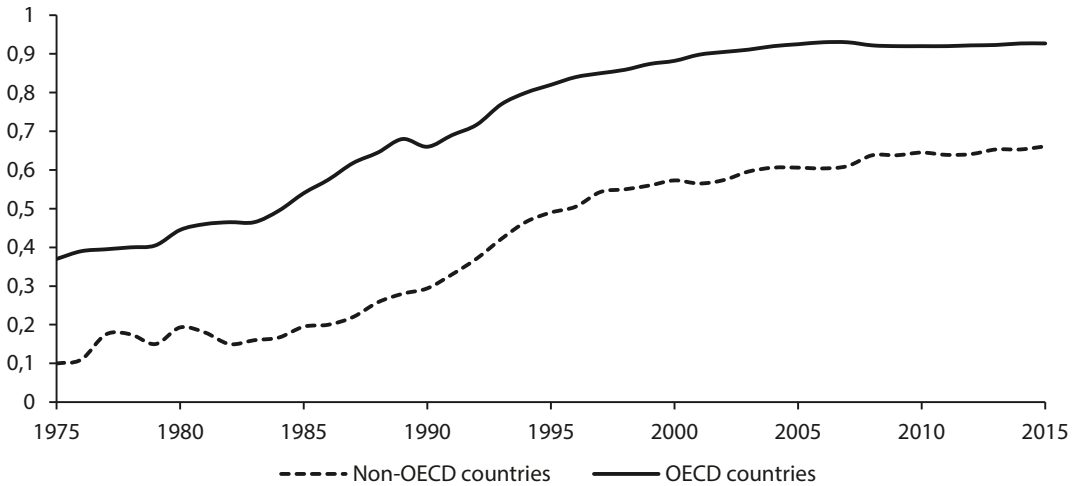
Одновременно можно сказать, что новейшие технологии в финансовой сфере создают также и предпосылки для сохранения неравенства, дисбалансов и требуют дальнейшего углубленного анализа через призму политэкономических вопросов. В частности, поскольку доступность к определенным группам и типам продуктов формируется исключительно посредством цифровых каналов, обращает на себя внимание фактор цифрового неравенства, который создает основу для иных форм неравенства (по доходам, богатству) и создания дополнительной зоны социальной напряженности. Также отметим, что ряд продуктов и инструментов, появляющихся в связи с проникновением цифровизации, предусматривают опцию закрытости в смысле параметров финансового контракта и отражения факта его существования в каких-либо информационных системах. Такая возможность в 2024 г. появилась применительно к использованию цифровых финансовых активов в России<sup>1</sup>. Это также может формировать неравные условия для разных групп экономических агентов, поддерживать возможности определенных групп на сохранение имеющихся у них рент и привилегий.

Возвращаясь к анализу возможных путей преодоления проблемы ограничений финансовой доступности, отметим, что этот эффект может достигаться в ходе проведения политики финансовой либерализации и открытия национального финансового рынка для иностранных игроков. Однако политика финансовой либерализации оказалась де факто сложно реализуемой для многих стран с формирующимися рынками. Угроза финансовой стабильности, которая возникала при проведении политики открытости счета движения капитала, во множестве эпизодов реализовавшаяся в виде валютных кризисов, банковских кризисов и обвалов фондового рынка, стала восприниматься как ограничитель для проведения глубоких реформ. Мы замечаем, что отставание менее развитых стран по уровню индекса финансовой либерализации в сравнении с более развитыми за последние 50 лет совершенно не сократилось (рис.).

Как отмечается в работе (Mendoza et al., 2009), «финансовая интеграция была глобальным явлением, а финансовое развитие — нет». Реформы, которые интегрировали мировые рынки капитала, начатые в 1980-х гг., основывались на идеях концепции глобализации — преимуществах глобальных рынков для эффективного распределения ресурсов и распределения рисков между странами. Однако эти идеи реализовывались, игнорируя тот факт, что внутренние финансовые системы стран существенно различались по уровню развития. Причем, несмотря на определенные успехи стран в построении инфраструктуры, совершенствования законодательства, а в последние годы — цифровизации, эти различия сохраняются сегодня, препятствуя извлечению максимальной и справедливой выгоды от глобализации мировой экономики и рынков капитала для значительного числа стран.

Анализируя данные процессы, можно заметить, что политэкономический аспект может помогать в том числе лучшему пониманию процессов экономического взаимодействия стран, а также находить объяснение случаям, когда отдельные страны испытывают сложности в финансовом развитии. Политика финансо-

<sup>1</sup> См. Федеральный закон «О цифровых финансовых активах, цифровой валюте и о внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации» от 31.07.2020 № 259-ФЗ. [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_358753/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_358753/) (дата обращения: 09.12.2024).



**Рис.** История агрегированного индекса финансовой либерализации (источник: (Denk & Gomes, 2017))  
**Fig.** The History of the Aggregated Financial Liberalization Index

вой либерализации и открытости могла проводиться как компромисс части внутренних элит с зарубежными группами интересов, способствуя развитию национальных рынков многих стран<sup>1</sup>. В случае с Россией это реализовывалось по целому ряду направлений в части финансового сектора: развитие рынка еврооблигаций, значительные по объему заимствования крупнейших игроков на офшорных для России рынках, проведение IPO на зарубежных площадках, котирование акций российских эмитентов (или их «двойников» с офшорной регистрацией) на крупнейших мировых биржах, страхование внешней торговли, судоходства, своп-линии и т. д. Открытость фондового рынка для иностранных игроков не только обеспечивала мощную и эффективную конкуренцию (снижая издержки потребителей финансовых услуг), но и формировала более глубокий и профессиональный подход к экспертизе (оценке активов), в которой были заинтересованы крупнейшие мировые игроки, реализующие длинные стратегии с широкой международной диверсификацией активов. В настоящих условиях Россия вынуждена решать проблемы редомициляции отечественных компаний, замещения иностранных участников, ушедших с отечественного рынка, испытывая сложности в части наполнения рынков ликвидностью, достижения должной глубины (в т. ч. в контексте связи глубины рынков с их устойчивостью, способностью сохранять стабильность в условиях повышенной волатильности и т. д.), обеспечения должной экспертизы.

#### 4. Политико-экономическое преломление результатов финансового развития

Наконец, перейдем к рассмотрению наиболее обсуждаемой темы теории финансового развития, намечая в ней политэкономические аспекты и мотивы. Собственно, долгое время своеобразным камертоном «мейнстрима» теории фи-

<sup>1</sup> Альтернативная стратегия описывается в литературе следующим образом: носители глубинного государства и коалиция основных групп интересов отдадут предпочтение подходу, при котором финансовую структуру формируют интересы резидентов — внутреннего капитала и рабочей силы, а не интересы широкого круга инвесторов и потребителей (включая зарубежные страны, корпорации и инвесторы - нерезиденты) (Pagano & Volpin, 2005; Perotti & von Thadden, 2006).

нансового развития является утверждение, что финансовое развитие способствует экономическому росту. Это утверждение и подкрепляющие его доказательства четко прозвучали еще в работах первой половины 1990-х гг. Так, статьи, построенные на анализе математических моделей, рассматривающие влияние финансового сектора как экзогенное (Romer, 1986; Lucas, 1988; Rebelo, 1991)<sup>1</sup>, обнаруживают, что финансовая система обуславливает экономический рост, «влияя на норму капиталообразования, поскольку от уровня ее развития и проводимой посредством нее политики зависят норма сбережений и аллокация капитала среди технологий с разной производительностью» (Криничанский, 2023). В работах, построенных на шумпетерианской модели технологического прогресса (Romer, 1990; Grossman & Helpman, 1991; Aghion & Howitt, 1992; King & Levine, 1993), базирующихся на посыле о критически важной роли технологий и инноваций, финансовая система (ее эффективность) также оказывается важна в той мере, в которой она влияет на аллокацию капитала и норму технологических инноваций (Eschenbach, 2004). В других моделях (Bencivenga & Smith, 1991; Saint-Paul, 1992) авторам удается проследить значимость финансовых посредников, благодаря деятельности которых структура активов в экономике сдвигается в сторону более рискованной, но обеспечивающей при этом более высокие темпы экономического роста, а также значимость как финансовых посредников, так и ликвидных фондовых рынков, способствующих тому, что национальный портфель активов включает рискованные долгосрочные проекты с высокой рентабельностью (Bencivenga et al., 1995).

Огромное число работ, содержащих эмпирический анализ на панельных данных или временных рядах для отдельных стран, а в дополнение, на отраслевых данных, также в той или иной степени подтверждают вывод о наличии положительного направленного влияния финансового развития на экономический рост (Čihák et al., 2013; Demetriades & Rewilak, 2020; Cho et al., 2022), внедрение инноваций и повышение производительности (Aghion et al., 2018; Hsu et al., 2014), снижение бедности (Hasan et al., 2020).

В то же время, несмотря на то, что в подобных работах нет явной отсылки к политэкономическим аспектам, они могут содержать косвенные свидетельства значимости таких аспектов. Прежде всего это находит отражение в острых дискуссиях относительно возможной эндогенности моделей, споре о причинно-следственной связи, попытках объяснить связь финансов и роста, прибегая к анализу дополнительных значимых факторов, среди которых находится место политическому устройству, качеству институтов, правовой традиции, влиянию религиозных норм, языка и т. д. По выражению, прозвучавшему в работе (Haber & Perotti, 2008), большинство результатов эмпирических работ «не подтверждают, что финансы являются независимым источником роста». Также подчеркнем, что финансовый форсаж (Миркин, 2017) и финансиализация (Верников, Курышева, 2024) могут рассматриваться авторами в критическом ключе, высвечивая отрицательные экстерналии углубления кредитования, роста леввериджа, роста капитализации рынков акций, способствующих углублению неравенства доходов (Mayer & Schnabl, 2021).

Кроме того, свидетельства значимости аспектов, относящихся к политэкономической сфере, обнаруживаются в том, что связь финансов и роста имеет разные ха-

<sup>1</sup> В моделях, используемых данными авторами, производство основано на технологии с постоянной отдачей от масштаба, а экономический рост обязан накоплению капитала и внешним эффектам капитала.

рактические характеристики в разных группах стран. Так, в работе (Rioja & Valev, 2004) показано, что в странах с низким доходом связь между финансовыми переменными<sup>1</sup> и экономическим ростом преимущественно проходит через канал накопления капитала. Напротив, в странах со средним и особенно высоким доходом экономическое развитие повышает рост производительности. Таким образом, сильный вклад финансового развития в рост производительности не происходит, пока страна не достигнет определенного уровня дохода.

Данный результат может быть истолкован так, что независимо от распространенного мнения о нежелательности централизованного вмешательства в процесс расширения кредитования на практике инструменты стимулирования в определенных (приоритетных) секторах применительно к странам с низким доходом могут быть полезны, поскольку, несмотря на отдельные неудачи, новые инвестиции все же имеют шанс положительно отразиться на темпах экономического роста. Также, возможно, в случае с такими странами вопрос доступности кредита мелким предприятиям может оказаться вторичен относительно вопроса доступности (и расширения) кредита как такового. В то же время, если речь идет об экономиках с высоким доходом, где более важен канал производительности, вмешательство в распределение кредита было бы нежелательным.

## 5. Выводы

Огромное внимание к финансовым рынкам и финансовому сектору в целом, объясняемое значительной ролью этого сектора в современной экономике, определяет столь же значительный интерес к нему со стороны исследователей. Однако, как показано в настоящей работе, обширная литература, сложившаяся вокруг темы финансового развития, в большей своей части посвящена узкому предмету, а именно изучению взаимосвязи финансового развития (представленного ограниченным набором метрик), с одной стороны, и экономического роста или иных характеристик социо-экономической динамики (промышленное производство, общая факторная производительность, инновации, неравенство и др.), с другой. Можно заметить, что эта литература часто больше смещается в сторону проблем макроэконометрики, нежели экономической теории или экономической политики.

В настоящей работе этот недостаток предлагается компенсировать помещением рассматриваемых взаимосвязей в рамках политэкономического дискурса. В результате мы приходим к нескольким выводам. Во-первых, ряд имеющихся результатов, полученных авторами, касающихся в частности различий реакции экономики на изменения финансовых переменных (например, кредитной глубины или степени участия центрального банка в финансировании экономики) в разрезе групп экономик (развитые, развивающиеся; с высоким, средним или низким уровнем дохода или финансового развития и пр.) может быть по-новому осмыслен, учитывая политэкономическую компоненту и реализм проводимой политики. Во-вторых, мы показали, что политэкономический контекст может хорошо объяснять ряд складывающихся структурных недостатков финансовых секторов, определяющих глубину отдельных секторов финансовых рынков в определенных странах.

<sup>1</sup> На практике это три индикатора — отношение кредита, предоставленного частному сектору, к ВВП; отношение активов банковского сектора к сумме активов коммерческих банков и центрального банка; отношение суммы ликвидных обязательств банков и иных финансовых институтов (наличных, вкладов до востребования и срочных процентных вкладов) к ВВП.

Это, в частности, относится к случаю серьезного отставания российского рынка по уровню развития сектора коллективных инвестиций. Мы показали, что группы специальных интересов, представляющих банковское лобби вместе с лобби крупнейших инвестиционных компаний, сдерживают развитие данного сектора, сохраняя доминирование действующей модели «закрытой» архитектуры дистрибуции продуктов и услуг. Наконец, в-третьих, мы показали, что в тех странах, где существуют препятствия для повышения уровня финансовой инклюзии, они могут смягчаться благодаря технологическим инновациям, а также проведению политики открытости. Вместе с тем в обоих способах существуют препятствия для того, чтобы желаемое повышение финансовой доступности оказалось реальностью. В случае с технологиями речь идет о проблеме цифрового неравенства, а также о том, что группы интересов могут использовать технологии, чтобы формировать нишевые рынки, сохраняя через них свои привилегии и ренты (это, в частности, может осуществляться в настоящее время с помощью инновационного для России рынка цифровых финансовых активов). В случае с международной открытостью, страны сталкиваются с другими проблемами, в частности описываемыми в литературе термином «асимметричная взаимозависимость» финансовых рынков.

В целом более широкое использование политэкономического дискурса в теории финансового развития может позволить находить более точные ответы на поставленные вопросы, в т. ч. объясняя нелинейность связи финансов и роста, финансов и неравенства, открывая возможности более точной интерпретации результатов, учитывая различающиеся мотивации и стимулы общественных групп. Одновременно мы находим перспективным развивать политэкономическую рамку анализа в вопросах, касающихся структурных проблем российского финансового сектора (а также анализа финансовых секторов других стран), что может позволить не только более трезво взглянуть на ожидания относительно положительных эффектов финансового развития для роста, преодоления проблем неравенства и т. п., но и найти действенные шаги экономической политики.

#### Список источников

- Абрамов, А. Е. Акшенцева, К. С., Чернова, А. (2015). *Экономика инвестиционных фондов*. Москва: Дело АНХ, 720.
- Верников, А. В., Курышева, А. А. (2024). Теоретические подходы к изучению финансиализации экономики. *AlterEconomics*, 21 (2), 179–203. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.2>
- Зингалес, Л., Раджан, Р. (2004). *Спасение капитализма от капиталистов: Скрытые силы финансовых рынков — создание богатства и расширение возможностей*. Москва: Институт комплексных стратегических исследований; ТЕИС, 492.
- Криничанский, К. В. (Ред.) (2023). *Современные концепции финансового развития: теория и методология*: монография. Москва: КНОРУС, 252.
- Криничанский, К. В., Анненская, Н. Е. (2022). Понятие и перспективы финансового развития. *Вопросы экономики*, (10), 20–36. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-10-20-36>
- Криничанский, К. В., Зеленева, Е. С. (2024). Финтех-сектор в контексте финансового развития и проблем его измерения. *Финансы: теория и практика*, 28(5), 121–132. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2024-28-5-121-132>
- Миркин, Я. М. (2018). Финансовый форсаж. *Банковские услуги*, (10), 2–7.
- Норт, Д. К., Уоллис, Дж., Вайнгайт, Б. (2011). *Насилие и социальные порядки. Концептуальные рамки для интерпретации письменной истории человечества*. Москва: Издательство Института Гайдара, 480.

- Acemoglu, D. (2010). Theory, General Equilibrium, and Political Economy in Development Economics. In *Journal of Economic Perspectives*, 24(3), 17–32. <https://doi.org/10.1257/jep.24.3.17>
- Aghion, L., Howitt P., & Levine, R. (2018). Financial development and innovation-led growth. In *Handbook of Finance and Development* (pp. 3–30). Edward Elgar Publishing.
- Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A Model of Growth Through Creative Destruction. *Econometrica*, 60(2), 323–351. <https://doi.org/10.2307/2951599>
- Agiropoulos, C., Karkalakos, S., & Polemis, M. L. (2019). Revisiting the finance-growth nexus: A socioeconomic approach. *MPRA Paper*, (95209). <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/95209/> (дата обращения: 20.09.2024).
- Ang, J. B. (2011). Financial development, liberalization and technological deepening. *European Economic Review*, 55(5), 688–701. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2010.09.004>
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Arestis, P., Chortareas, G., & Magkonis, G. (2015). The Financial Development and Growth Nexus: A Meta-Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 549–565. <https://doi.org/10.1111/joes.12086>
- Beck, T. (2008). The Econometrics of Finance and Growth. *Policy Research Working Paper*, (4608). World Bank, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6703> (дата обращения: 20.09.2024).
- Beck, T. (2020). Finance, Institutions, and Development: Literature Survey and Research Agenda. In J. Baland, F. Bourguignon, J. Platteau & T. Verdier (Eds.), *The Handbook of Economic Development and Institutions* (pp. 218–252). Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9780691192017-009>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12, 27–49. <https://doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6>
- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195–209. <https://doi.org/10.2307/2297964>
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1995). Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*, 67(1), 153–177. <https://doi.org/10.1006/jeth.1995.1069>
- Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44, 195–215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.2>
- Brei, M., Ferri, G., & Gambacorta, L. (2018). Financial structure and income inequality. *BIS Working Papers*, (756). <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.14133.32487>
- Cho, R., Desbordes, R., & Eberhardt, M. (2022). Too Much Finance... For Whom? The Causal Effects of the Two Faces of Financial Development. *CEPR Discussion Papers*, (17022). <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/17022.html> (дата обращения: 20.09.2024).
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2013). Financial development in 205 economies, 1960 to 2010. *Journal of Financial Perspectives*, 1(2), 17–36. <https://ssrn.com/abstract=3076895> (дата обращения: 20.09.2024).
- Cole, S. (2009). Fixing market failures or fixing elections? Agricultural credit in India. *American Economic Journal: Applied Economics*, 1(1), 219–250. <https://doi.org/10.1257/app.1.1.219>
- Cortes Conde, R. (1999). The Origins of Banking in Argentina. In R. Sylla, R. Tilly & G. Tortella (Eds.), *The State, the Financial System, and Economic Modernization* (pp. 224–248). Cambridge University Press.
- Deidda, L. G. (2006). Interaction between economic and financial development. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 233–248. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.03.007>
- Demetriades, P. O., & Rewilak, J. M. (2020). Recovering the finance-growth nexus. *Economics Letters*, 196, 109563. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109563>
- Denk, O., & Gomes, G. (2017). Financial re-regulation since the global crisis?: An index-based assessment. *OECD Economics Department Working Papers*, (1396). <https://doi.org/10.1787/Of865772-en>
- Diñç, I. S. (2005). Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 453–479. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>

- Economopoulos, A., & O'Neill, H. (1995). Bank entry during the Antebellum Period. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27(4), 1071–1085.
- Ehigiamusoe, K. U., & Samsurijan, M. S. (2021). What matters for finance-growth nexus? A critical survey of macroeconomic stability, institutions, financial and economic development. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5302–5320. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2066>
- Eschenbach, F. (2004). Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, (TI 2004-039/2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.530123>
- Glaeser, E. L., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2004). Do institutions cause growth? *Journal of Economic Growth*, 9, 271–303. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000038933.16398.ed>
- Grossman, G. M., & Helpman, E. (1991). Quality Ladders in the Theory of Growth. *The Review of Economic Studies*, 58(1), 43–61. <https://doi.org/10.2307/2298044>
- Guo, F. He, S., & Lin, Z. (2023). Truths and Myths About the Finance-Growth Nexus in China: A Meta-Analysis. *Emerging markets finance and trade*, 59(5), 1408–1425. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2136940>
- Haber, S., & Perotti, E. (2008). The Political Economy of Financial Systems. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, (TI 2008-045/2).
- Hasan, I., Horvath, R., & Mares, J. (2020). Finance and wealth inequality. *Journal of International Money and Finance*, 108, 102161. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102161>
- Hsu, P.-H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116–135. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002>
- Jensen, N. (2008). Political risk, democratic institutions, and foreign direct investment. *The Journal of Politics*, 70(4), 1040–1052. <https://doi.org/10.1017/S0022381608081048>
- Jensen, N. M., & Johnston, N. P. (2011). Political risk, reputation, and the resource curse. *Comparative Political Studies*, 44, 662–688. <https://doi.org/10.1177/0010414011401208>
- Khwaja, A. I., & Mian, A. R. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 1371–1411. <https://doi.org/10.2139/ssrn.631703>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32(3), 513–542.
- Kroszner, R. S., & Strahan, P. E. (1999). What drives deregulation? Economics and politics of the relaxation of bank branching restrictions. *The Quarterly Journal of Economics*, 114(4), 1437–1467. <https://doi.org/10.1162/003355399556223>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(2), 688–726.
- Lucas, Jr. R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22(1), 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- Ma, Y., Ding, Y., Bu, Z., & Li, S. (2024). Political freedom and financial inclusion: Unraveling social trust and political rent-seeking. *Journal of economic behavior & organization*, 220, 46–65. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2024.01.024>
- Mayer, T., & Schnabl, G. (2021). Reasons for the Demise of Interest: Savings Glut and Secular Stagnation or Central Bank Policy? *The Quarterly Journal of Austrian economics*, 24(1), 3–40. <https://doi.org/10.35297/qjae.010085>
- Mendoza, E. G., Quadrini, V., & Ríos-Rull, J.-V. (2009). Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances. *Journal of Political Economy*, 117(3), 371–416.
- Moss, D. A., & Brennan, S. (2004). Regulation and Reaction: The Other Side of Free Banking in Antebellum. New York. *Harvard Business School Working Paper*, (04-038).
- Ono, S. (2017). Financial development and economic growth nexus in Russia. *Russian Journal of Economics*, 3(3), 321–332. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.09.006>
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). The Political Economy of Corporate Governance. *American Economic Review*, 95(4), 1005–1030. <https://doi.org/10.1257/0002828054825646>

- Peia, O., & Roszbach, K. (2015). Finance and growth: Time series evidence on causality. *Journal of Financial Stability*, 19, 105–118. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2014.11.005>
- Perotti, E. C., & von Thadden, E.-L. (2006). The Political Economy of Corporate Control and Labor Rents. *Journal of Political Economy*, 114(1), 145–174. <https://doi.org/10.1086/500278>
- Popov, A. A. (2017). Evidence on Finance and Economic Growth. *ECB Working Paper*, (2115). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3083917>
- Rebelo, S. (1991). Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 99(3), 500–521. <https://doi.org/10.1086/261764>
- Rioja, F., & Valev, N. (2004). Finance and the Sources of Growth at various stages of Economic Development. *Economic Inquiry*, 42(1), 127–140. <http://dx.doi.org/10.1093/ei/cbh049>
- Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002–1037. <https://doi.org/10.1086/261420>
- Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), 71–102. <https://doi.org/10.1086/261725>
- Saint-Paul, G. (1992). Technological Choice, Financial Markets and Economic Development. *European Economic Review*, 36(4), 763–781. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(92\)90056-3](https://doi.org/10.1016/0014-2921(92)90056-3)
- Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 357–384. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.10.002>
- Sarma, M., & Pais, J. (2011). Financial inclusion and development. *Journal of International Development*, 23(5), 613–628. <https://doi.org/10.1002/jid.1698>
- Song, F., & Thakor, A. V. (2013). Notes on Financial System Development and Political Intervention. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 491–513.
- Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595–1638. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00775.x>

## References

- Abramov, A. E. Akshenceva, K. S., & Chernova, A. (2015). *Ekonomika investicionnyh fondov [Economics of investment funds]*. Moscow: Delo Publ. (In Russ.)
- Acemoglu, D. (2010). Theory, General Equilibrium, and Political Economy in Development Economics. *Journal of Economic Perspectives*, 24(3), 17–32. <https://doi.org/10.1257/jep.24.3.17>
- Aghion, L., Howitt P., & Levine, R. (2018). Financial development and innovation-led growth. In *Handbook of Finance and Development* (pp. 3–30). Edward Elgar Publishing.
- Aghion, P., & Howitt, P. (1992). A Model of Growth Through Creative Destruction. *Econometrica*, 60(2), 323–351. <https://doi.org/10.2307/2951599>
- Agiropoulos, C., Karkalakos, S., & Polemis, M. L. (2019). Revisiting the finance-growth nexus: A socioeconomic approach. *MPRA Paper*, (95209). <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/95209/> (Date of access: 20.09.2024).
- Ang, J. B. (2011). Financial development, liberalization and technological deepening. *European Economic Review*, 55(5), 688–701. <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2010.09.004>
- Arcand, J. L., Berkes, E., & Panizza, U. (2015). Too much finance? *Journal of Economic Growth*, 20(2), 105–148. <https://doi.org/10.1007/s10887-015-9115-2>
- Arestis, P., Chortareas, G., & Magkonis, G. (2015). The Financial Development and Growth Nexus: A Meta-Analysis. *Journal of Economic Surveys*, 29(3), 549–565. <https://doi.org/10.1111/joes.12086>
- Beck, T. (2008). The Econometrics of Finance and Growth. *Policy Research Working Paper*, (4608). World Bank, Washington, DC. <https://openknowledge.worldbank.org/handle/10986/6703> (Date of access: 20.09.2024).
- Beck, T. (2020). Finance, Institutions, and Development: Literature Survey and Research Agenda. In J. Baland, F. Bourguignon, J. Platteau & T. Verdier (Eds.), *The Handbook of Economic Development and Institutions* (pp. 218–252). Princeton University Press. <https://doi.org/10.1515/9780691192017-009>
- Beck, T., Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (2007). Finance, inequality and the poor. *Journal of Economic Growth*, 12, 27–49. <https://doi.org/10.1007/s10887-007-9010-6>

- Bencivenga, V. R., & Smith, B. D. (1991). Financial Intermediation and Endogenous Growth. *The Review of Economic Studies*, 58(2), 195–209. <https://doi.org/10.2307/2297964>
- Bencivenga, V. R., Smith, B. D., & Starr, R. M. (1995). Transactions Costs, Technological Choice, and Endogenous Growth. *Journal of Economic Theory*, 67(1), 153–177. <https://doi.org/10.1006/jeth.1995.1069>
- Boubakri, N., Mansi, S. A., & Saffar, W. (2013). Political institutions, connectedness, and corporate risk-taking. *Journal of International Business Studies*, 44, 195–215. <https://doi.org/10.1057/jibs.2013.2>
- Brei, M., Ferri, G., & Gambacorta, L. (2018). Financial structure and income inequality. *BIS Working Papers*, (756). <https://doi.org/10.13140/RG.2.2.14133.32487>
- Cho, R., Desbordes, R., & Eberhardt, M. (2022). Too Much Finance... For Whom? The Causal Effects of the Two Faces of Financial Development. *CEPR Discussion Papers*, (17022). <https://ideas.repec.org/p/cpr/ceprdp/17022.html> (Date of access: 20.09.2024).
- Čihák, M., Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R. (2013). Financial development in 205 economies, 1960 to 2010. *Journal of Financial Perspectives*, 1(2), 17–36. <https://ssrn.com/abstract=3076895> (Date of access: 20.09.2024).
- Cole, S. (2009). Fixing market failures or fixing elections? Agricultural credit in India. *American Economic Journal: Applied Economics*, 1(1), 219–250. <https://doi.org/10.1257/app.1.1.219>
- Cortes Conde, R. (1999). The Origins of Banking in Argentina. In R. Sylla, R. Tilly & G. Tortella (Eds.), *The State, the Financial System, and Economic Modernization* (pp. 224–248). Cambridge University Press.
- Deidda, L. G. (2006). Interaction between economic and financial development. *Journal of Monetary Economics*, 53(2), 233–248. <https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.03.007>
- Demetriades, P. O., & Rewilak, J. M. (2020). Recovering the finance-growth nexus. *Economics Letters*, 196, 109563. <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2020.109563>
- Denk, O., & Gomes, G. (2017). Financial re-regulation since the global crisis?: An index-based assessment. *OECD Economics Department Working Papers*, (1396). <https://doi.org/10.1787/Of865772-en>
- Diñç, I. S. (2005). Politicians and banks: political influences on government-owned banks in emerging markets. *Journal of Financial Economics*, 77(2), 453–479. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.06.011>
- Economopoulos, A., & O'Neill, H. (1995). Bank entry during the Antebellum Period. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 27(4), 1071–1085.
- Ehigiamusoe, K. U., & Samsurijan, M. S. (2021). What matters for finance-growth nexus? A critical survey of macroeconomic stability, institutions, financial and economic development. *International Journal of Finance & Economics*, 26(4), 5302–5320. <https://doi.org/10.1002/ijfe.2066>
- Eschenbach, F. (2004). Finance and Growth: A Survey of the Theoretical and Empirical Literature. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, (TI 2004-039/2). <https://doi.org/10.2139/ssrn.530123>
- Glaeser, E.L., La Porta, R., Lopez-De-Silanes, F., & Shleifer, A. (2004). Do institutions cause growth? *Journal of Economic Growth*, 9, 271–303. <https://doi.org/10.1023/B:JOEG.0000038933.16398.ed>
- Grossman, G. M., & Helpman, E. (1991). Quality Ladders in the Theory of Growth. *The Review of Economic Studies*, 58(1), 43–61. <https://doi.org/10.2307/2298044>
- Guo, F. He, S., & Lin, Z. (2023). Truths and Myths About the Finance-Growth Nexus in China: A Meta-Analysis. *Emerging markets finance and trade*, 59(5), 1408–1425. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2022.2136940>
- Haber, S., & Perotti, E. (2008). The Political Economy of Financial Systems. *Tinbergen Institute Discussion Paper*, (TI 2008-045/2).
- Hasan, I., Horvath, R., & Mares, J. (2020). Finance and wealth inequality. *Journal of International Money and Finance*, 108, 102161. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2020.102161>
- Hsu, P.-H., Tian, X., & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116–135. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.12.002>
- Jensen, N. (2008). Political risk, democratic institutions, and foreign direct investment. *The Journal of Politics*, 70(4), 1040–1052. <https://doi.org/10.1017/S0022381608081048>

- Jensen, N. M., & Johnston, N. P. (2011). Political risk, reputation, and the resource curse. *Comparative Political Studies*, 44, 662–688. <https://doi.org/10.1177/0010414011401208>
- Khwaja, A. I., & Mian, A. R. (2005). Do lenders favor politically connected firms? Rent provision in an emerging financial market. *Quarterly Journal of Economics*, 120, 1371–1411. <https://doi.org/10.2139/ssrn.631703>
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship, and growth: theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), 513–542.
- Krinichansky, K. V. (Eds.). (2023). *Sovremennye koncepcii finansovogo razvitiya: teoriya i metodologiya [Modern concepts of financial development: theory and methodology]*. Moscow: KnoRus Publ. (In Russ.)
- Krinichansky, K. V., & Annenskaya, N. E. (2022). Financial development: The concept and prospects. *Voprosy Ekonomiki*, (10), 20–36. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2022-10-20-36> (In Russ.)
- Krinichansky, K. V., & Zeleneva, E. S. (2024). Fintech Sector in the Context of Financial Development and Problems of its Measurement. *Finansy: teoriya i praktika [Finance: Theory and Practice]*, 28 (5), 121–132. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2024-28-5-121-132> (In Russ.)
- Kroszner, R. S., & Strahan, P. E. (1999). What drives deregulation? Economics and politics of the relaxation of bank branching restrictions. *The Quarterly Journal of Economics*, 114 (4), 1437–1467. <https://doi.org/10.1162/003355399556223>
- Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35 (2), 688–726.
- Lucas, Jr. R. E. (1988). On the Mechanics of Economic Development. *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), 3–42. [https://doi.org/10.1016/0304-3932\(88\)90168-7](https://doi.org/10.1016/0304-3932(88)90168-7)
- Ma, Y., Ding, Y., Bu, Z., & Li, S. (2024). Political freedom and financial inclusion: Unraveling social trust and political rent-seeking. *Journal of economic behavior & organization*, 220, 46–65. <https://doi.org/10.1016/j.jebo.2024.01.024>
- Mayer, T., & Schnabl, G. (2021). Reasons for the Demise of Interest: Savings Glut and Secular Stagnation or Central Bank Policy? *The Quarterly Journal of Austrian economics*, 24 (1), 3–40. <https://doi.org/10.35297/qjae.010085>
- Mendoza, E. G., Quadrini, V., & Ríos-Rull, J.-V. (2009). Financial Integration, Financial Development, and Global Imbalances. *Journal of Political Economy*, 117 (3), 371–416.
- Mirkin, Ya. M. (2018). Financial “afterburner”. *Bankovskie usluzhi [Banking services]*, (10), 2–7. (In Russ.)
- Moss, D. A., & Brennan, S. (2004). Regulation and Reaction: The Other Side of Free Banking in Antebellum. New York. *Harvard Business School Working Paper*, (04-038).
- North, D. C., Wallis, J. J., & Weingast, B. R. (2011). *Nasilie i sotsial’nye poryadki. Kontseptual’nye ramki dlya interpretatsii pis’mennoy istorii chelovechestva [Violence and social order. A conceptual framework for interpreting recorded human history]*. Moscow: Gaidar Institute Publishing. (In Russ.)
- Ono, S. (2017). Financial development and economic growth nexus in Russia. *Russian Journal of Economics*, 3 (3), 321–332. <https://doi.org/10.1016/j.ruje.2017.09.006>
- Pagano, M., & Volpin, P. F. (2005). The Political Economy of Corporate Governance. *American Economic Review*, 95 (4), 1005–1030. <https://doi.org/10.1257/0002828054825646>
- Peia, O., & Roszbach, K. (2015). Finance and growth: Time series evidence on causality. *Journal of Financial Stability*, 19, 105–118. <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2014.11.005>
- Perotti, E. C., & von Thadden, E.-L. (2006). The Political Economy of Corporate Control and Labor Rents. *Journal of Political Economy*, 114 (1), 145–174. <https://doi.org/10.1086/500278>
- Popov, A. A. (2017). Evidence on Finance and Economic Growth. *ECB Working Paper*, (2115). <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3083917>
- Rebelo, S. (1991). Long-Run Policy Analysis and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 99 (3), 500–521. <https://doi.org/10.1086/261764>
- Rioja, F., & Valev, N. (2004). Finance and the Sources of Growth at various stages of Economic Development. *Economic Inquiry*, 42 (1), 127–140. <http://dx.doi.org/10.1093/ei/cbh049>

- Romer, P. M. (1986). Increasing Returns and Long-Run Growth. *Journal of Political Economy*, 94(5), 1002–1037. <https://doi.org/10.1086/261420>
- Romer, P. M. (1990). Endogenous Technological Change. *Journal of Political Economy*, 98(5), 71–102. <https://doi.org/10.1086/261725>
- Saint-Paul, G. (1992). Technological Choice, Financial Markets and Economic Development. *European Economic Review*, 36(4), 763–781. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(92\)90056-3](https://doi.org/10.1016/0014-2921(92)90056-3)
- Sapienza, P. (2004). The effects of government ownership on bank lending. *Journal of Financial Economics*, 72(2), 357–384. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2002.10.002>
- Sarma, M., & Pais, J. (2011). Financial inclusion and development. *Journal of International Development*, 23(5), 613–628. <https://doi.org/10.1002/jid.1698>
- Song, F., & Thakor, A. V. (2013). Notes on Financial System Development and Political Intervention. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 491–513.
- Stulz, R. M. (2005). The limits of financial globalization. *The Journal of Finance*, 60(4), 1595–1638. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00775.x>
- Vernikov, A. V., & Kuryшева, A. A. (2024). Theoretical Perspectives on the Financialization of the Economy. *AlterEconomics*, 21(2), 179–203. <https://doi.org/10.31063/AlterEconomics/2024.21-2.2> (In Russ.)
- Zingales, L., & Rajan, R. (2004). *Spasenie kapitalizma ot kapitalistov: Skrytye sily finansovykh rynkov — sozdanie bogatstva i rasshirenie vozmozhnostey [Saving Capitalism from the Capitalists: Unleashing the Power of Financial Markets to Create Wealth and Spread Opportunity]*. Moscow: Institute of integrated strategic studies; TEIS. (In Russ.)

### Информация об авторе

**Криничанский Константин Владимирович** — доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет; <https://orcid.org/0000-0002-1225-7263> (Российская Федерация, 125167, г. Москва, Ленинградский пр., 49/2; e-mail: kkrin@ya.ru).

### About the author

**Konstantin K. Krinichansky** — Dr. Sci. (Econ.), Associate Professor, Professor of the of Financial Markets and Financial Engineering Department, Financial University; <https://orcid.org/0000-0002-1225-7263> (49/2, Leningradsky Prospekt, Moscow, 125167, Russian Federation; e-mail: kkrin@ya.ru).

*Дата поступления рукописи: 12.12.2024.*

*Прошла рецензирование: 19.12.2024.*

*Принято решение о публикации: 28.01.2025.*

*Received: 12 Dec 2024.*

*Reviewed: 19 Dec 2024.*

*Accepted: 28 Jan 2025.*