

Научная статья

УДК: 336.025

DOI: 10.17323/1999-5431-2022-0-3-87-113

ПЕРСПЕКТИВНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ ГОСУДАРСТВОМ ФИНАНСОВОГО СЕКТОРА (НА ПРИМЕРЕ ЭКОНОМИКИ РОССИИ)

**Афанасьев Мстислав Платонович¹,
Фам Тхи Дан Чуонг²,
Шаш Наталия Николаевна³**

¹ Доктор экономических наук, профессор, ДПУ ФСН Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»; 101000, г. Москва, ул. Мясницкая, д. 20; главный научный сотрудник, Институт народнохозяйственного прогнозирования; 117418, г. Москва, Нахимовский проспект, д. 47; mstafan@hse.ru; ORCID: 0000-0002-8873-9402

² Специалист Образовательного центра Вунгтау; г. Вунгтау, Республика Вьетнам; thuongros0915@mail.ru; ORCID: 0000-0001-5879-0904

³ Доктор экономических наук, профессор, кафедра финансов устойчивого развития Российского экономического университета им. Г. В. Плеханова; 117997, г. Москва, Стремянный переулок, д. 36; SHash.NN@rea.ru; ORCID: 0000-0003-2779-6961

Аннотация. Предметом рассмотрения статьи является формирование и применение перспективного инструментария государственного управления трансформацией финансового сектора Российской Федерации, в том числе в условиях экономических санкций. Отмечается, что наличие системных проблем, обусловивших торможение развития ключевых сегментов финансового рынка в досанкционный период, не позволило задействовать потенциал финансового сектора для стабилизации темпов роста национальной экономики в санкционный период. Показано, что решение данной задачи требует стимулирования развития ключевых сегментов финансового рынка (кредитного рынка, рынка акционерного капитала, долгового рынка и страхового рынка) путем развернутого государственного инструментария (прежде всего, для Центрального банка России), включающего комплекс диагностических моделей, регуляционные и стратегические инструменты. На основе отбора индикаторов и показателей, обладающих наиболее сильными корреляционными связями, был разработан комплекс диагностических моделей, апробация которых на отечественных данных позволила установить целевые стратегические значения, характеризующие уровень развития сегментов финансового рынка. Предложено теоретико-методическое обоснование и проведена апробация моделей диагностики уровня развития ключевых сегментов финансового рынка.

Сформулированы предложения по формированию, использованию инструментария государственного управления трансформацией финансового сектора Российской Федерации при ужесточении санкционного режима. Для достижения целевых значений показателей финансовой глубины финансового сектора на основе данных досанкционного периода были построены стратегические сценарии развития ключевых сегментов финансового рынка и предложены мероприятия их реализации, остающиеся актуальными в текущих санкционных ограничениях. Использование предлагаемого государственного инструментария позволило построить прогнозы развития ключевых сегментов финансового рынка Российской Федерации на период до 2028 г., доказывающие, что обеспечить необходимый уровень развития этих сегментов и повысить долю финансового сектора в ВВП позволит реализация стратегических сценариев. Это приобретает критически важное значение при компенсации серьезных макроэкономических шоков.

Ключевые слова: финансовый сектор, финансовые санкции, санкционные ограничения, сегменты финансового рынка, государственное финансовое регулирование, макроэкономические шоки, регуляционный инструментарий, стратегический инструментарий, экономико-статическая модель, модель диагностики, диагностические модели.

Для цитирования: Афанасьев М.П., Фам Т.Д.Ч., Шаш Н.Н. (2022) Управление государством трансформацией финансового сектора экономики в контексте экономических санкций (на примере России) // Вопросы государственного и муниципального управления. № 3. С. 87–113. DOI: 10.17323/1999-5431-2022-0-3-87-113.

Original article

FINANCIAL SECTOR PROSPECTIVE PUBLIC REGULATION (THE CASE OF RUSSIAN ECONOMY)

Mstislav P. Afanasiev¹,
Thi Tan Chuong Pham²,
Nataliya N. Shash³

¹ Doctor of Economics, Professor, National Research University Higher School of Economics (HSE); 20 Myasnitskaya Str., 101000 Moscow, Russia; Chief Academic Researcher, ECFOR RAS; 47 Nakhimovsky Av., 117418 Moscow, Russia; mstafan@hse.ru; ORCID: 0000-0002-8873-9402

² Specialist, Vung Tau Educational Center, Republic of Vietnam; thuongros0915@mail.ru ; ORCID: 0000-0001-5879-0904

³ Doctor of Economics, Professor, Department of Sustainable Development Finance, Russian University of Economics named after G.V. Plekhanov (PRUE); 36 Stremyanny lane, 117997 Moscow, Russia; SHash.NN@rea.ru; ORCID: 0000-0003-2779-6961

Abstract. The article explores the development and implementation of promising options for state regulation of the financial sector in the Russian Federation under economic sanctions. It is noted that the presence of systemic problems that caused the slowdown in the development of key segments of the financial market in the pre-sanctions period did not allow the potential of the financial sector to be used in order to stabilize the growth rates of the national economy during the sanctions period. It is shown that the solution of this problem requires stimulating the development of key segments of the financial market (credit market, equity market, debt market and insurance market) through government tools, including a set of diagnostic models, regulatory and strategic tools. Based on the selection of indicators and rates with the strongest correlation, a set of diagnostic models was developed, the testing of which in financial market segments made it possible to establish target strategic values characterizing the level of their development. Theoretical and methodological justification is proposed and testing of diagnostic models of the development level of key financial market segments is carried out. The authors suggested proposals for selecting and implementing the tools for state regulation of the financial sector of the Russian Federation under economic sanctions. Promising options for state regulation of the financial sector to achieve the target values of financial depth indicators based on data from the pre-sanction period are shown and measures for their implementation are proposed that remain relevant in the current sanctions restrictions. The use of the proposed regulatory tools can make it possible to build forecasts for the development of key segments of the financial market of the Russian Federation for the period up to 2028, taking into account the changes in the Russian economy caused by sanctions pressure, which becomes critically important when compensating for serious macroeconomic shocks.

Keywords: financial sector, financial sanctions, sanctions restrictions, segments of the financial market, state financial regulation, macroeconomic shocks, regulatory instruments, strategic instruments, economic-static model, diagnostic model.

For citation: Afanasiev, M.P., Fam, T.D.Ch. and Shash, N.N. (2022) 'Financial sector perspective public regulation (the case of Russian economy)', *Public Administration Issues*, 3, pp. 87–113. DOI: 10.17323/1999-5431-2022-0-3-87-113. (In Russian).

JEL Classification: E02, E44, F44, G10, G17

Высокая доля финансового сектора в экономике является одним из важнейших условий экономического роста из-за тесной взаимосвязи между финансовым развитием и темпами роста ВВП. Вопросы увеличения доли финансового сектора и повышения эффективности его функционирования важны для всех стран с развивающимися рынками, при этом для экономики России в условиях жесткого санкционного режима они приобретают высокую актуальность.

Оценка результатов реформирования национального финансового сектора продемонстрировала наличие целого ряда системных проблем, вызывающих торможение развития финансового сектора и обеспечения его конкурентоспособности в досанкционный период. В то время как полученные авторами в ходе корреляционного анализа данные продемон-

стрировали, что увеличение показателя доли финансового сектора в экономике России на 1% ежегодно может обеспечить пророст ВВП на 0,4%, что становится критически важным для макроэкономической стабильности национальной экономики.

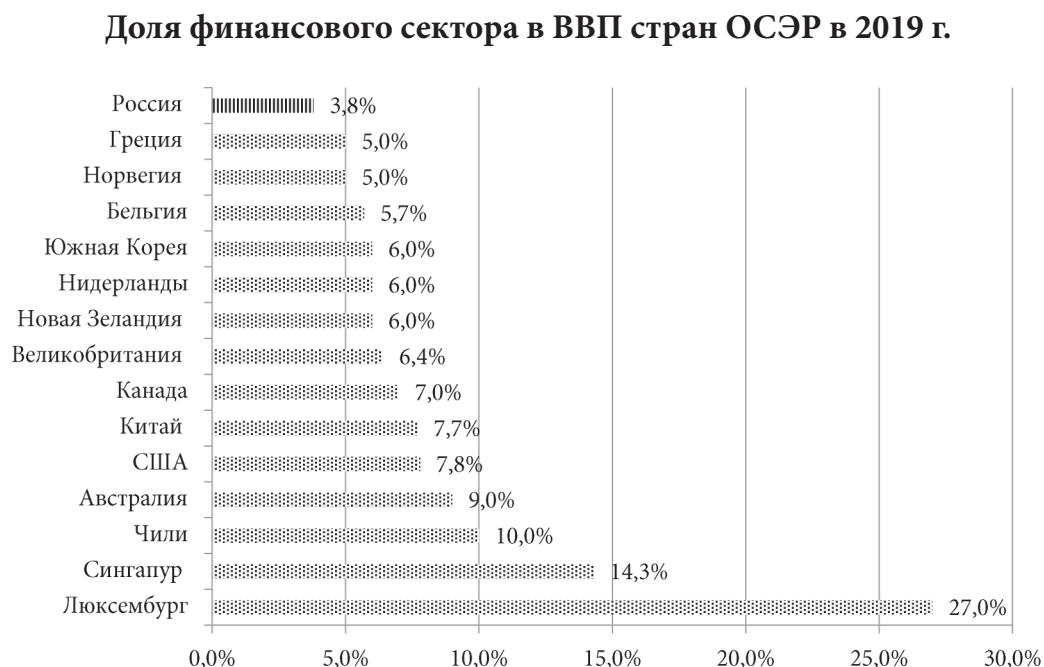
В этой связи в условиях масштабных санкций, направленных на снижение темпов роста российской экономики, особое значение приобретает использование инструментов государственного управления, особенно Центральным банком России, в процессе трансформации финансового сектора с тем, чтобы нейтрализовать серьезные риски, вызванные непропорциональным развитием институтов банковского кредита и рынка капитала, а также высоким уровнем концентрации банковского капитала.

Таким образом, актуальность проблемы определения перспективных вариантов регулирования государством финансового развития обусловлена необходимостью стимулирования развития финансового сектора вследствие высокой значимости повышения его доли в ВВП для роста национальной экономики в текущих санкционных реалиях.

Значение финансового сектора в национальных экономиках

В последние годы в мировой экономике наблюдается неуклонный рост финансового сектора: уже в 2019 г. в экономически развитых странах его доля в ВВП в среднем находилась в диапазоне от 6% (Великобритания) до 8% (США), максимальное значение данного показателя было достигнуто в Люксембурге – 27% (рис. 1).

Рисунок 1



Источники: Построен авторами на основе данных официального сайта ОСЭР. URL: <https://www.oecd.org/#>.

В период 2011–2020 гг. доля финансового сектора в ВВП Сингапура, США и Китая постоянно увеличивается, особенно повысилось значение данного показателя в Сингапуре (увеличившись в два раза). Анализ показал, что в 2020 г. среди развитых стран наименьшая доля финансового сектора в ВВП наблюдалась в Бельгии (5,94%). В России этот показатель за последние 10 лет остается практически неизменным (3,8% ВВП). Динамика доли финансового сектора в ВВП в период 2011–2020 гг. представлена в Таблице 1.

Таблица 1

**Изменение доли финансового сектора в ВВП стран
в 2011–2020 гг., %**

Года	Сингапур	США	Великобритания	Китай	Бельгия	Россия
2011	9.77	6.60	6.72	6.24	5.04	3.42
2012	10.00	7.00	6.73	6.30	5.30	3.23
2013	10.59	6.70	6.56	6.55	5.20	3.61
2014	11.18	7.20	6.66	6.96	5.48	3.93
2015	11.78	7.50	6.66	7.28	5.69	3.91
2016	11.81	7.40	6.10	8.17	5.67	3.21
2017	12.46	7.80	6.46	8.03	5.78	3.97
2018	13.26	7.90	6.35	7.79	5.82	3.94
2019	14.34	7.80	6.41	7.68	5.76	3.85
2020	20.60	7.70	6.10	7.78	5.94	3.80

Источники: Составлена авторами по данным официального сайта ОЭСР. URL: <https://www.oecd.org/#>.

Результаты проведенного авторами корреляционного анализа показывают сильную положительную корреляционную связь темпа роста финансового сектора с ВВП во всех странах мира: значение этого показателя, как правило, находится в диапазоне от 0,796 (Великобритания) до 0,992 (Китай), в России – 0,978. Результаты корреляционного анализа позволили установить темп прироста ВВП при однопроцентном увеличении доли в финансовом секторе в разных странах мира. Так, например, увеличение доли финансового сектора на 1% ежегодно в Сингапуре может обеспечить прирост ВВП на 0,2%, в России – на 0,04%. Таким образом, высокая доля финансового сектора в ВВП может обеспечить его существенный прирост.

Исследование показало, что в 2020 г., несмотря на отрицательное влияние пандемии COVID-19 на все отрасли национальной экономики, финансовый сектор в реальном выражении увеличился на 7,9%, что существенно замедлило темпы падения ВВП – 3,1%, т.е. фактическое значение данного показателя оказалось более чем в два раза выше прогнозных оце-

нок МВФ. Подобный рост финансового сектора объясняется ускорением тенденции к переходу от традиционных банковских депозитов к альтернативным финансовым инструментам с потенциально более высокой доходностью.

Оценка результатов реформ финансового сектора России продемонстрировала наличие в нем ряда существенных проблем, основные из них – низкая доля финансового сектора в национальной экономике по сравнению с глобальным уровнем, высокий уровень концентрации банковского капитала, отсутствие стратегий развития финансовой системы в долгосрочной перспективе. То есть сама структура финансовой системы в ее нынешнем состоянии стала тормозом развития сегментов национального финансового рынка, став причиной снижения эффективности перераспределения инвестиционных ресурсов и серьезным препятствием роста финансового сектора в целом в досанкционный период.

Несмотря на то что в условиях ужесточения санкционного режима (и прежде всего финансовых санкций) для Российской Федерации регулирование государством финансового сектора приобретет особое значение, до сих пор недостаточно проработанными остаются вопросы, касающиеся как состава такого инструментария регулирования, так и сфер его применения.

Таким образом, для Российской Федерации актуализируется потребность поиска государственного инструментария стимулирования ускоренного развития наиболее важных элементов финансового сектора в условиях расширения санкционных ограничений. Решение такой масштабной задачи потребовало определения ряда требований к составу такого инструментария, который должен включать совокупность взаимосвязанных методов государственного регулирования, моделей и стратегий, применяемых на финансовых рынках для обеспечения эффективного выполнения функций финансовых институтов в условиях экстраординарного усиления нестабильности внешней и внутренней институциональной финансовой среды.

Концепции государственного регулирования финансового сектора

Проблемы финансового развития в последнее время находятся в центре научных дискуссий, при этом и по сей день ученым не удалось предложить инструментарий, который может использоваться для повышения эффективности функционирования финансового сектора как развитых стран, так и стран с формирующимися рынками.

Во всех странах мира регуляторный инструментарий активно применяется в целях:

- 1) минимизации трансакционных издержек проведения финансовых операций;
- 2) осуществления контрольных и надзорных мероприятий в отношении участников финансовых рынков для снижения уровня рисков.

Рамки и ограничения, финансовый контроль и надзор, финансовая и техническая помощь по сути представляют собой инструменты финансовых регуляторов, используемые для оптимизации движения финансовых потоков в национальных экономиках. Неослабевающий интерес академического сообщества к этим вопросам свидетельствует о значимости роли финансового регулирования в финансовом развитии.

Совершенствование системы государственного регулирования финансового сектора исследуется многими зарубежными и российскими учеными (см., например: Hausmann et al., 2005; Гурвич, 2006; Law, Azman-Saini, 2008; Goldsmith, 2008; Deaton, 2008; Mishkin, 2009; Shabnam, Hersh, 2010; Wright, 2012; Берзон, 2013; Leus, 2013; Masciandaro, Quintyn, 2016; Fernandez, Tamayo, 2015; Иванов, Сахарова, 2015; Воронов, 2016; Игонина, 2016; Cargill, 2017).

В работах А. Дитона (Deaton, 2008) и Д. Леуса (Leus, 2013) рассматриваются проблемы формирования и совершенствования инструментария экономического и финансового развития. Заслуживает внимания исследование П. Иванова и Г. Сахаровой (2015), посвященное использованию инструментария для повышения финансовой стабильности региональных финансовых систем в условиях роста финансовых и бюджетных рисков.

В то же время М. Шабнам и С. Херш (Shabnam, Hersh, 2010) считают изменения, происходящие под влиянием политических и психологических факторов в кризисных условиях, в системе государственного регулирования финансового сектора инструментами прогнозирования и оценки финансовых рисков на финансовых рынках. М. Донато и К. Марк (Donato, Marc, 2016) сам процесс эволюции финансового надзора рассматривают как инструмент государственного финансового регулирования в отдельных странах – как развитых, так и развивающихся.

По мнению Т. Каргила (Cargill, 2017), государственное финансовое регулирование и надзор, осуществляемые национальными регуляторами, являются одними из главных компонентов финансового и денежного режима страны вследствие их значительного влияния на развитие финансового сектора.

В этих исследовательских работах приводятся доказательства, что увеличение государственного финансового регулирования в части усиления надзора и влияния центрального банка в финансовом секторе экономики позволяет снизить вероятность финансового кризиса.

В России действует интегрированная система государственного регулирования финансового рынка, где Центральный банк играет роль мегарегулятора. По мнению Блэка и Джекобсона (Black, Jacobzone, 2009), государственное регулирование не только используется как инструмент минимизации рисков в финансовом секторе, особенно в посткризисном периоде, но и оказывает воздействие на финансовое развитие. В целом подобный подход отражает мировой тренд расширения применения различных регуляторных мер, направленных на рост финансового сектора и повышение его конкурентоспособности.

Во многих исследованиях приводятся доказательства, что усиление государственного регулирования обеспечивает стабильность финансовой системы, защиту интересов потребителей финансовых услуг и прозрачность национальных финансовых рынков. Так, например, в исследовательской работе Сереса и др. (Serres et al., 2006) на примере стран ОЭСР показывается позитивная взаимосвязь уровня регулирования кредитного рынка и финансового развития.

В частности, авторами было выявлено, что 1) усиление антиконкурентного регулирования приводит к снижению значения показателя, определяемого уровнем активов кредитных организаций к ВВП; 2) более низкие показатели развития кредитного рынка негативно связаны с регулированием иностранного участия на кредитном рынке. Что касается рынка ценных бумаг, то в странах ОЭСР показатели регулирования рынка ценных бумаг влияют на финансовое развитие: более жесткое регулирование приводит к росту показателя рыночной капитализации рынка акций и объема корпоративных облигаций к ВВП.

Изменение политики государства и регуляторных практик национальных финансовых институтов может:

- препятствовать движению финансового капитала или стимулировать его;
- увеличить или уменьшить объем операций на финансовых рынках;
- повысить или понизить уровень защиты прав собственности;
- оказать положительное или негативное воздействие на объем депозитов в пострадавших от санкционных ограничений банковских организациях и объем кредитования реального сектора экономики.

В последние годы появилось много исследований, в которых на примере разных стран убедительно доказывается непосредственная связь между развитием финансового сектора и темпами экономического роста (см., например: Puatwoe, Piabuo, 2017; Swamy, Dharani, 2018; Guo, He, 2020; Tang, 2020; Xu, Qamruzzaman, Adow, 2021; Anser et al., 2021; Adam, 2020; Asafo-Adjei et al., 2021; Phan et al., 2021).

При этом некоторые исследователи, например, М. Мелески и А. Подпиера (Melesky, Podpiera, 2018), рассматривая методы финансового развития, обратили внимание на перспективность стратегического инструментария для развития структурных элементов национальной финансовой системы.

Эти исследовательские работы подтверждают позицию авторов, что в состав государственного инструментария развития финансового сектора следует включить регуляторный (совершенствование регуляторных практик), применение которого может сократить транзакционные издержки, понизить уровень финансовых рисков и повысить доверие экономических субъектов к финансовым рынкам. Это позволит оказать позитивное влияние на сформированность институциональной среды финансовой системы и (тем самым) содействовать повышению эффективности функционирования ее ключевых элементов (сегментов финансового рынка), что становится критически важным для нейтрализации действия санкционных ограничений коллективного Запада.

Более того, проведенное исследование доказывает, что для достижения целевого значения доли финансового сектора в ВВП целесообразно активнее использовать потенциал государственного стратегического инструментария.

Государственный стратегический механизм развития финансового сектора позволяет регуляторам и структурам, разрабатывающим антикризисную финансовую политику, сформировать релевантное представление о потребностях финансового развития в текущих санкционных реалиях и предложить его направления, а также выявить системный риск, связанный с различными стратегиями развития, провести оценку альтернатив финансового развития и выбрать наиболее перспективную для защиты российской банковской системы.

Качественно разработанная государственная стратегия финансового развития объединяет внутренние и внешние ресурсы страны, укрепляет сотрудничество между органами государственного управления и частным сектором, что улучшает выполнение финансовой системой функции перераспределения капитала, обеспечивает стабильность и будет способствовать развитию финансового сектора страны.

Из анализа теоретических источников и эмпирических данных можно сделать вывод, что совершенствование существующих принципов и методик государственного управления финансовым развитием позволяет а) оптимизировать надзорную практику в банковской деятельности, б) повысить эффективность управления финансовыми рисками, в) выявить наиболее проблемные зоны финансового сектора, а также г) определить тенденции в развитии финансовых рынков.

В условиях санкционных ограничений в финансовой сфере применение подобного государственного инструментария позволит нейтрализовать серьезные риски, вызванные непропорциональным развитием рынка банковского кредита и рынка капитала, высоким уровнем концентрации банковского капитала, тормозящие развитие сегментов национального финансового рынка и препятствующие эффективному функционированию финансового сектора в целом.

Оценка уровня развития финансового рынка: экономико-статическая модель

Сегменты финансового рынка по сути являются драйвером развития финансового сектора экономики и увеличения его доли в ВВП. В связи с чем необходимо выявить основные внешние и внутренние факторы, выраженные в определенной совокупности индикаторов и показателей, воздействие на которые определяет вектор развития финансового рынка.

По мнению авторов, в совокупность факторов, потенциально влияющих на уровень развития финансового сектора, следует включать 1) внутренние факторы, которые оказывают влияние на развитие отдельных сегментов финансового рынка; 2) внешние факторы, влияющие на эффективность функционирования национального финансового сектора.

Внешние факторы формируют международные (глобальные) финансовые институты, внутренние – национальные, в том числе изменение регуляторных практик.

Для оценки развития ключевых сегментов финансового рынка (кредитного, долгового, страхового и рынка акционерного капитала) предлагается использовать интегральный показатель финансовой глубины, который определяется на основе четырех показателей («Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором», «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний», «Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг», «Объем страховых премий»), каждый из которых позволяет оценить уровень развития соответствующих сегментов финансового рынка (табл. 2).¹

Таблица 2

**Финансовая глубина Российской Федерации в 2005–2019 гг.,
% к ВВП**

Годы	Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором	Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний	Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг	Объем страховых премий
2005	20,81	43,10	7,10	1,39
2006	21,53	94,70	8,10	1,52
2007	23,92	98,50	8,30	1,61
2008	24,42	26,70	8,10	1,33
2009	34,12	62,30	12,50	1,39
2010	37,72	62,38	13,30	1,20
2011	36,75	38,19	12,10	1,10
2012	39,00	37,34	11,60	1,19
2013	44,08	33,55	12,90	1,24
2014	47,22	18,70	15,00	1,25
2015	52,78	28,74	17,00	1,23
2016	55,90	48,42	18,80	1,37
2017	60,28	39,52	21,10	1,39
2018	53,96	34,76	19,77	1,42
2019	49,29	37,00	22,36	1,35

Источники: Рассчитано авторами по данным Банка России. URL: <https://cbr.ru/>.

¹ Исследование было намеренно ограничено периодом более-менее стабильного развития финансового сектора, что вызвано необходимостью апробации предложенного авторами инструментария.

Была сформирована совокупность качественных² (табл. 3) и количественных (табл. 4) индикаторов, отражающих влияние внешних и внутренних факторов финансовой среды.

Таблица 3

**Результаты расчетов качественных индикаторов
(составляющих Индекса экономической свободы), рассчитанные
на материалах Российской Федерации в 2005–2019 гг.**

Годы	Индекс присутствия государства в экономике	Индекс правовой системы и защиты прав собственности	Индекс «здоровых денег»	Индекс свободной торговли на международном рынке	Индекс качества регулирования бизнеса	Индекс экономической свободы
2005	6,66	5,21	6,69	5,76	4,94	6,24
2006	6,58	5,73	6,94	5,61	4,73	6,35
2007	6,20	5,59	8,34	5,59	4,67	6,45
2008	6,60	5,54	8,43	5,45	4,89	6,52
2009	6,22	5,32	8,30	5,59	4,69	6,43
2010	6,41	5,17	8,47	5,80	5,35	6,54
2011	6,31	5,26	8,55	5,88	5,76	6,56
2012	6,15	5,18	8,63	6,05	5,91	6,64
2013	6,07	4,83	8,62	6,11	6,19	6,56
2014	5,97	4,80	8,95	6,09	6,07	6,58
2015	6,14	4,85	8,52	6,61	6,00	6,61
2016	6,13	4,96	9,10	6,84	6,11	6,83
2017	6,33	4,83	9,31	6,83	6,60	6,78
2018	6,42	4,68	9,09	6,86	6,63	6,74
2019	6,50	4,65	9,10	6,90	6,70	6,50

Источники: Рассчитано авторами на основе данных, представленных на сайте Всемирного банка. URL: <https://www.vsemirnyjbank.org/ru/home>.

Оптимальным индикатором оценки уровня конкуренции на финансовом рынке, увеличивающем долю частных инвесторов в общем объеме финансовых операций, является «Доля частных банков в совокупном капитале банковского сектора», а на долговом рынке – «Корпоративные облигации».

² Состав качественных индикаторов (надежная защита частной собственности, беспристрастность юридической системы, стабильность финансовой среды при сохранении низкого уровня налогообложения; свобода международной торговли; эффективность действия рыночных механизмов; низкий уровень государственного регулирования, в том числе в сфере перераспределения национального дохода) сформирован на основе Индекса экономической свободы, рассчитываемого по методике Института Фрезера (Канада).

Поскольку в развивающихся странах и странах с формирующимися рынками средства государственного бюджета традиционно используются для финансирования экономических реформ, направленных на повышение качества государственного регулирования и поддержку национальной экономики, для учета этого фактора был использован показатель «Расходы бюджета на национальную экономику».

Таблица 4

Результаты расчетов количественных индикаторов на материалах Российской Федерации в 2005–2019 гг.

Годы	Влияние факторов внешней среды						Влияние факторов внутренней среды				
	Прямые иностранные инвестиции (процент к ВВП)	Порфельные иностранные инвестиции (процент к ВВП)	Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков ОФЗ (процент)	Доля кредитных организаций, контролируемых иностранным капиталом, в совокупном капитале банковского сектора (процент)	Доля участия иностранных компаний в совокупном капитале российских страховщиков (процент)	Доля кредитов, предоставленных банками-нерезидентами реальному сектору (процент)	Расходы бюджета на национальную экономику (процент к ВВП)	Доля частных банков в совокупном капитале банковского сектора (процент)	Корпоративные облигации (процент к ВВП)	Депозиты клиентов в банках (процент к ВВП)	Внутренние кредиты, предоставленные частному сектору (процент к ВВП)
2005	2,00	0,06	1,20	9,20	4,00	7,40	3,53	57,0	2,23	23,84	25,92
2006	3,80	0,32	1,70	12,70	4,80	9,90	3,53	54,9	3,37	28,75	30,94
2007	4,30	0,32	2,30	15,70	4,90	15,50	4,69	43,5	3,83	34,80	37,78
2008	4,50	0,09	2,00	17,20	9,90	16,60	5,46	35,7	4,40	35,31	41,54
2009	3,00	0,07	2,80	16,90	15,20	14,80	7,17	34,2	6,62	41,64	45,26
2010	2,80	0,07	3,40	19,10	22,50	15,10	5,02	33,6	6,40	42,60	42,84
2011	2,70	0,04	3,70	17,60	18,10	14,00	4,63	31,6	5,70	41,38	41,58
2012	2,30	0,08	19,90	19,20	17,40	14,20	4,80	32,6	6,11	42,22	43,88
2013	3,00	0,05	23,90	12,60	15,88	12,00	4,49	32,6	7,10	44,84	47,93
2014	1,10	0,01	18,70	12,40	15,40	7,70	5,74	30,6	8,36	53,45	53,47
2015	0,50	0,03	21,50	11,80	20,93	7,00	4,53	27,4	9,68	59,42	56,53
2016	2,50	0,25	26,90	11,00	19,77	5,90	4,52	24,8	10,63	57,36	53,44
2017	1,81	0,25	33,10	11,80	11,29	5,50	4,50	22,6	12,07	60,08	52,68
2018	0,53	0,46	24,40	15,40	11,99	4,70	2,30	13,0	11,12	38,11	47,60
2019	1,89	0,20	32,20	16,00	10,83	4,60	2,63	11,2	12,07	42,29	46,00

Источники: Рассчитано авторами по данным Банка России. URL: <https://cbr.ru/>.

Анализ показал, что в исследуемый (досанкционный) период резко снижается значение индикатора «Доля частных банков в совокупном капитале банковского сектора» (с 57% в 2005 г. до 11,2% в 2019 г.). В то же время наблюдается постоянный рост индикаторов «Депозиты клиентов в банках», «Внутренние кредиты, предоставленные частному сектору» и «Корпоративные облигации». Особенно это относится к последнему, значение которого в период с 2005 до 2019 г. выросло почти в шесть раз (с 2,23% до 12,07%). Кроме того, отмечается слабое изменение с 2,0% в 2005 г. до 1,81% в 2019 г. показателя «Прямые иностранные инвестиции». Динамика изменения остальных индикаторов носит разнонаправленный характер. Единственный индикатор, значение которого постоянно увеличивается (с 1,2% в 2005 г. до 32,2% в 2019 г.), это «Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков ОФЗ».

«Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» резко изменяется: наблюдалось особое увеличение значения данного показателя с 2005 г. (43,1% к ВВП) с достижением пика к 2007 г. (до 98,5% к ВВП). Затем в 2008 г. происходит резкое снижение этого показателя (в первый раз до 26,7% к ВВП), за которым последовал рост и достижение максимума в 2010 г. (63,2% к ВВП).

Еще одно (более ощутимое) снижение отмечается в 2014 г. (до 18,7% к ВВП) вследствие мирового финансового кризиса и санкций со стороны западных стран. В то же время значения показателей «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» и «Объем страховых премий» в 2005 г. не слишком отличаются от значений показателей 2019 г. (37% и 1,35% к ВВП соответственно).

Для выявления взаимосвязей между выбранными индикаторами и показателями был использован инструментарий корреляционного анализа, при помощи которого была подтверждена гипотеза о наличии влияния качественных и количественных индикаторов на показатель финансовой глубины, отражающий уровень развития финансового сектора.

Результаты корреляционного анализа представлены в Таблице 5.

Из показателей финансовой глубины положительную корреляционную связь с большинством качественных и количественных индикаторов имеют показатели развития кредитного и долгового рынка. В то же время индикатор «Портфельные иностранные инвестиции» в целом оказывает наименьшее влияние на развитие кредитного и внутреннего рынка (только минус 0,103 и 0,001 соответственно).

Поскольку показатели «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» и «Объем страховых премий» имеют более слабые корреляционные связи с качественными и количественными индикаторами, можно сделать вывод, что факторы внешней и внутренней среды оказывают незначительное влияние на развитие российского рынка акций и страхового рынка.

Кроме того, было установлено, что показатели развития рынка акций и страхового рынка имеют корреляционную связь с качественными индикаторами меньше, чем с количественными.

Таблица 5

Корреляция между количественными и качественными индикаторами и показателями финансовой глубины

		ИНДИКАТОРЫ	ИНТЕГРАЛЬНЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ФИНАНСОВОЙ ГЛУБИНЫ			
			Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором	Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний	Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг	Объем страховых премий
КАЧЕСТВЕННЫЕ		Индекс присутствия государства в экономике	-0,595	0,267	0,493	0,337
		Индекс правовой системы и защиты прав собственности	-0,782	0,712	-0,683	0,597
		Индекс «здоровых денег»	0,811	-0,423	0,790	-0,337
		Индекс свободной торговли на международном рынке	0,917	-0,388	0,916	-0,183
		Индекс качества регулирования бизнеса	0,641	-0,429	0,536	-0,456
		Индекс экономической свободы	0,885	-0,382	0,883	-0,265
КОЛИЧЕСТВЕННЫЕ	ВНУТРЕННИЕ	Доля частных банков в совокупном капитале банковского сектора	-0,874	0,539	-0,847	0,505
		Корпоративные облигации (процент к ВВП)	0,980	-0,433	0,989	-0,276
		Депозиты клиентов в банках (процент к ВВП)	0,970	-0,475	0,956	-0,348
		Внутренние кредиты, предоставленные частному сектору (процент к ВВП)	0,905	-0,524	0,866	-0,393
	ВНЕШНИЕ	Прямые иностранные инвестиции (процент к ВВП)	-0,668	0,586	-0,625	0,483
		Портфельные иностранные инвестиции (процент к ВВП)	-0,103	0,743	0,001	0,806
		Доля инвестиций нерезидентов в объеме выпусков ОФЗ	0,905	0,486	0,844	-0,239
		Доля кредитных организаций, контролируемых иностранным капиталом, в совокупном капитале банковского сектора	-0,255	0,130	-0,260	-0,321
		Доля участия иностранных компаний в совокупном капитале российских страховщиков	0,662	-0,461	0,612	-0,770
		Доля кредитов, предоставленных банками-нерезидентами реальному сектору	-0,574	0,269	-0,592	-0,075

Источники: Составлена авторами.

Для оценки уровня развития сегментов российского финансового рынка (кредитного, долгового, страхового и рынка акционерного капитала) на основе результатов корреляционного анализа путем выбора индикаторов, обладающих наиболее сильными положительными корреляциями с показателями финансовой глубины, была построена совокупность альтернативных (потенциально возможных) вариантов моделей диагностики (табл. 6).

Таблица 6

Альтернативные варианты моделей диагностики развития сегментов российского финансового рынка

Варианты модели на основе комбинаций входных индикаторов	Скорректированный R-квадрат	Дарбин-Уотсон	Сумма квадратов остатков
<i>Варианты модели развития кредитного рынка</i>			
Комбинация 1	0,981	2,216	124.268
Комбинация 2	0,962	1,574	66.629
Комбинация 3	0,962	1,842	64.566
Комбинация 4	0,856	0,818	391.174
Комбинация 5	0,904	1,603	170.384
<i>Вариант модели развития внутреннего долгового рынка</i>			
Комбинация 1	0,975	1,209	36.593
Комбинация 2	0,899	1,086	76.575
Комбинация 3	0,914	1,883	14.657
Комбинация 4	0,727	0,749	19.032
Комбинация 5	0,755	1,156	46.193
<i>Варианты модели развития рынка акционерного капитала</i>			
Комбинация 1	0,622	2,273	2311.973
Комбинация 2	0,554	1,861	2725.735
<i>Вариант модели развития страхового рынка</i>			
Комбинация 1	0,621	1,360	0.076

Источники: Составлена авторами.

Из всей совокупности моделей, построенных на основе соответствующих алгоритмов, были отобраны оптимальные варианты (табл. 7).

Таблица 7

Финальные варианты моделей диагностики развития сегментов финансового рынка

Сегменты финансового рынка	Финальные варианты моделей диагностики
Кредитный рынок	Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором = $-58,372 + 4,063 \times \text{КО} + 10,810 \times \text{индекс КРБ}$ (1)
Долговой рынок	Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг = $-38,598 + 5,836 \times \text{индекс СТМР} + 1,920 \times \text{индекс ЗД}$ (2)
Страховой рынок	Объем страховых премий = $1,197 + 0,999 \times \text{ПФИИ}$ (3)
Рынок акционерного капитала	Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний = $-153,804 + 108,841 \times \text{ПФИИ} + 36,306 \times \text{индекс ПС} - \text{ЗПС}$ (4)

Примечания: Расшифровка использованных аббревиатур:

КО – корпоративные облигации (процент к ВВП);

ПФИИ – портфельные иностранные инвестиции (процент к ВВП);

индекс СТМР – Индекс свободной торговли на международном рынке;

индекс ЗД – Индекс «здоровых денег»;

индекс КРБ – Индекс качества регулирования бизнеса;

индекс ПС-ЗПС – Индекс правовой системы и защиты прав собственности.

Источники: Составлена авторами.

Достоверность отобранных моделей доказана в ходе эмпирического тестирования на материалах сегментов российского финансового рынка за период 2005–2019 гг.

Результаты подтверждают достоверность предлагаемых моделей, поскольку полученные данные развития российского долгового, страхового и кредитного рынков практически совпадают с фактическими значениями досанкционного периода (рис. 3).

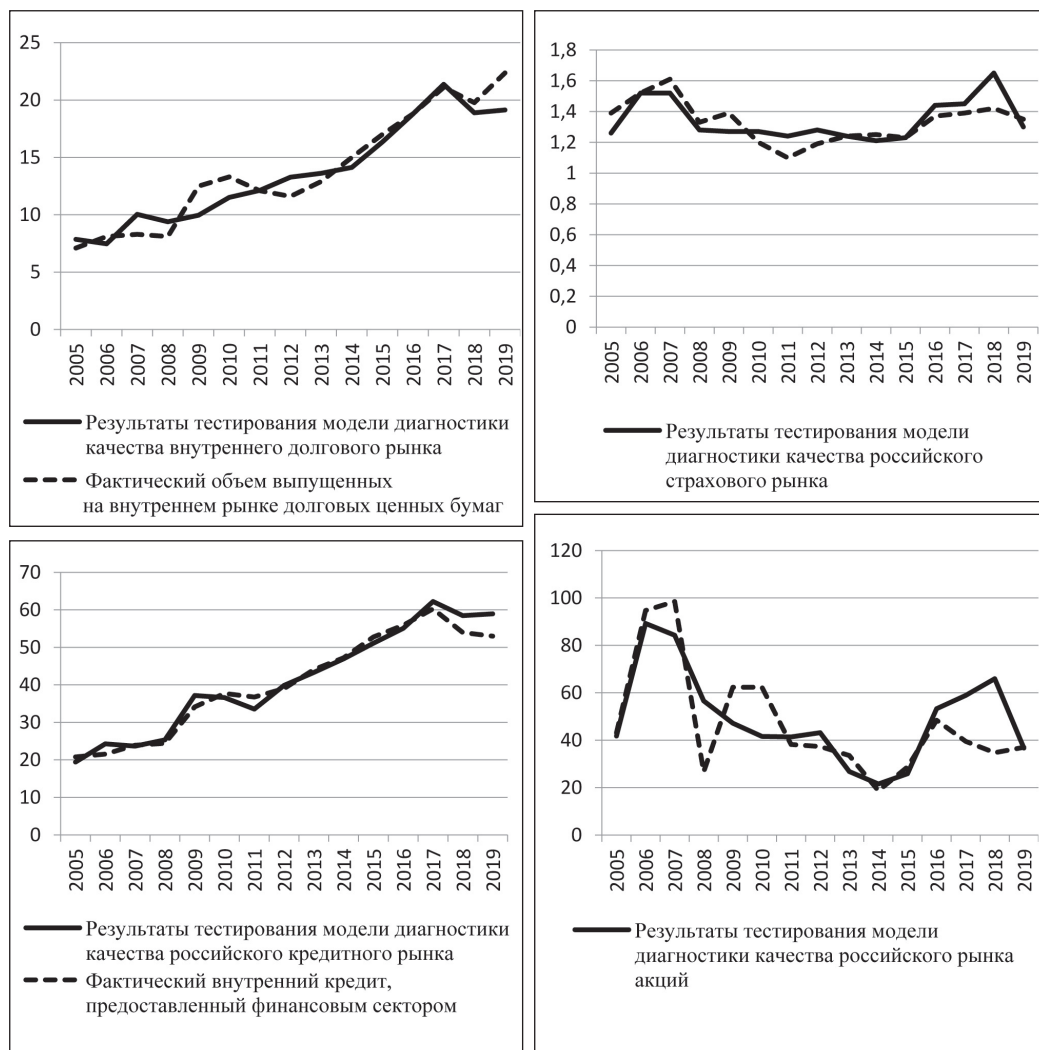
Самое полное соответствие показала модель диагностики качества кредитного рынка.

В то же время результаты, полученные в ходе тестирования модели рынка акций, в отдельные периоды существенно отклоняются от значений показателей фактического состояния рыночной капитализации листинговых отечественных компаний. В целом результаты тестирования моделей показывают, что факторы внутренней и внешней среды оказывают гораздо большее влияние на кредитный, внутренний долговой и страховой рынки, чем на рынок акций.

Полученные данные подтвердили высокую степень достоверности моделей, что обосновывает целесообразность их применения в процессе управления трансформацией финансового сектора, направленного на достижение необходимого уровня развития ключевых сегментов российского финансового рынка в условиях ужесточения санкционного режима.

Рисунок 3

Результаты тестирования моделей диагностики уровня сегментов российского финансового рынка, % к ВВП



Источники: Составлен авторами.

Инструментарий государственного управления трансформацией финансового сектора в санкционных реалиях

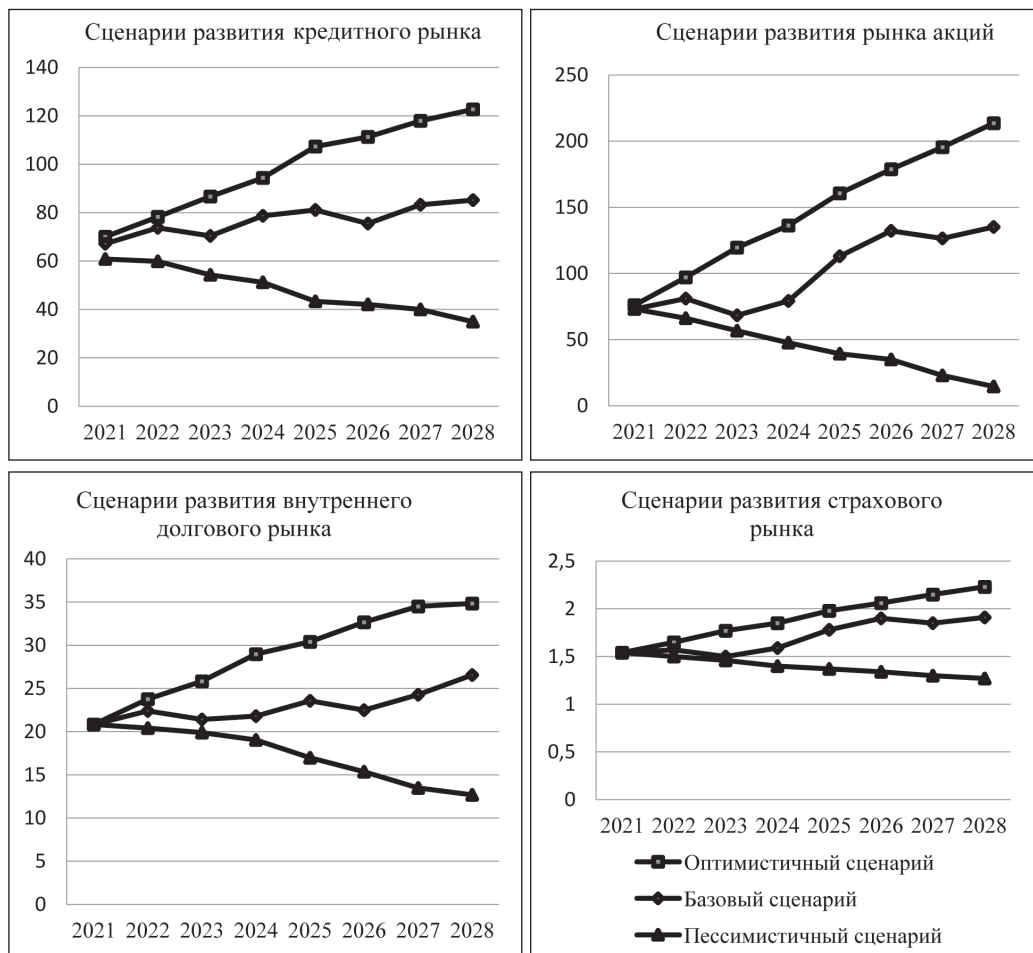
Использование предлагаемой экономико-статической модели в процессе управления трансформацией финансового сектора позволит осуществлять мониторинг изменений (положительных или отрицательных), происходящих в наиболее значимых сегментах финансового рынка в текущих санкционных реалиях, а также строить прогнозные сценарии их развития.

На основе описанных выше моделей с учетом введенных санкционных ограничений были построены три прогнозных сценария развития сегмен-

тов финансового рынка Российской Федерации: оптимистичный, базовый и пессимистичный³ (рис. 4).

Рисунок 4

Сценарии развития сегментов финансового рынка Российской Федерации в 2021–2028 гг., % к ВВП



Источники: Составлен авторами.

Результаты построенных прогнозов развития сегментов финансового рынка показывают, что в условиях сохранения текущих характеристик и подходов к государственному управлению трансформацией финансового сектора при реализации базового сценария показатели финансовой глубины даже без учета действия санкционных ограничений остаются на достаточно низком уровне. Полученные значения свидетельствуют об отсутствии значимой положительной динамики увеличения доли финансового сектора в ВВП

³ Базовым годом построения прогнозных сценариев был выбран 2021 г., для чего в процессе сценарного планирования были использованы фактические данные развития сегментов российского финансового рынка на начало периода.

и возможностей за счет этого стимулирования темпов роста национальной экономики, что особенно важно в ситуации жестких финансовых рестрикций и спровоцированных ими сильных макроэкономических шоков.

Таким образом, для достижения целевого значения показателя доли финансового сектора в ВВП требуется применение эффективного инструментария государственного управления трансформацией финансового сектора, способного нейтрализовать финансовые санкции и обеспечить необходимый уровень развития ключевых сегментов финансового рынка. В связи с чем помимо регуляционных практик в процессе государственного управления трансформацией российского финансового сектора целесообразно использовать предлагаемый комплекс диагностических моделей и инструменты стратегического управления, что позволит определить целевые ориентиры развития и разработать соответствующие стратегии их достижения.

Результаты исследований показали, что в странах с развитыми финансовыми рынками финансовое развитие является фактором экономического роста. С опорой на текущее состояние российской экономики сделан вывод, что для обеспечения ее стабильности необходимо достигнуть определенного уровня развития финансового сектора, который оценивается показателями финансовой глубины. Так, показатель «Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором» должен составлять более 80% к ВВП, «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» – более 70% к ВВП, «Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг» – более 35% к ВВП, «Объем страховых премий» – более 3% к ВВП.

Для достижения стратегических ориентиров развития сегментов финансового рынка посредством использования моделей было выявлено два случая: каким должен быть качественный показатель (или первый), если количественный индикатор (или второй) не изменяется – и наоборот. Для увеличения значения показателя «Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором» до 80 % к ВВП, при неизменном значении Индекса качества регулирования бизнеса, равного 6,62, значение индикатора «Корпоративные облигации» должно быть >16,44% к ВВП, а если индикатор «Корпоративные облигации» будет равен 12,07% к ВВП, то значение «Индекса качества регулирования бизнеса» должно быть >8,26.

Аналогичным образом, для увеличения значения показателя «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» до 70% к ВВП индикатор «Портфельные иностранные инвестиции» должен быть >0,35% к ВВП, при этом «Индекс правовой системы и защиты прав собственности» должен иметь значение >5,42. Соответственно, для увеличения значения показателя «Объем страховых премий» до 3% ВВП индикатор «Портфельные иностранные инвестиции» должен быть >1,804% к ВВП. Увеличение значения показателя «Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг» до 35% ВВП может быть достигнуто в случае, если «Индекс свободной торговли на международном рынке» составит >9,44 и «Индекс «здоровых денег» должен иметь значение не более 10.

Эмпирическим путем с учетом действия западных санкций были установлены целевые значения качественных индикаторов (табл. 8).

Таблица 8

Целевые стратегические значения основных составляющих качественных индикаторов развития финансового сектора

	Показатель	Текущее значение	Стратегическое значение
Индекс свободной торговли на международном рынке (>9,44)	Доходы от торговых налогов (% от суммы экспорта и импорта)	6,62	0,00
	Стандартное отклонение тарифных ставок товаров (%)	8,13	0,00
	Индекс нетарифных торговых барьеров (max 7)	4,77	6,40
	Временные издержки (ч), связанные с соблюдением пограничных и документальных требований при проведении экспортных процедур	97,40	40,00
	Временные издержки (ч), связанные с соблюдением пограничных и документальных требований при проведении импортных процедур	81,10	30,00
	Индекс зарубежной собственности и инвестиций (max 7), что означает отсутствие ограничений в части долевого участия иностранных инвесторов в капитале российских компаний	4,18	7,00
Индекс качества регулирования бизнеса (>8,26)	Показатель исполнения административных установлений в части получения разрешений выполнения регламентаций государственными структурами (max 7)	3,82	7,00
	Оценка риска бремени государственного регулирования (max 7), т.е. снижение затрат (денежных и временных) бизнеса на получение различных согласований от государственной администрации (%)	4,44 (3,66)	7,00 (0,00)
	Оценка распространенности нерегулярных и дополнительных платежей, связанных с получением разрешений на импорт и экспорт, обмен валют, лицензий, налоговых заключений, юридической защиты или кредитов (max 7)	3,42	7,00
	Доля депозитов в частных банках от общей суммы депозитов банковской системы	От 40–75 %	От 75–95 %
Индекс «здоровых денег» (>9,65)	Стандартное отклонение годовых темпов инфляции (за последние 5 лет) (%)	2,01	1,00
	Разница между размером среднегодового прироста (за последние 5 лет) денежной массы и уровнем среднегодового прироста (за последние 10 лет) реального ВВП (%)	6,87	2,00
	Индекс потребительских цен (%)	100,40	2,00
Индекс правовой системы и защиты прав собственности (>5,42)	Индекс независимости судебной системы (max 7)	3,52	4,78
	Индекс беспристрастного суда (max 7)	3,36	4,84
	Индекс защиты прав собственности (max 7)	3,59	4,90
	Индекс непротиворечивости законодательства (max 10)	6,00	7,20
	Индекс надежности полиции (при max 7)	3,77	4,60
Корпоративные облигации (% к ВВП)		12,07	17,00
Портфельные иностранные инвестиции (% к ВВП)		0,10	1,80

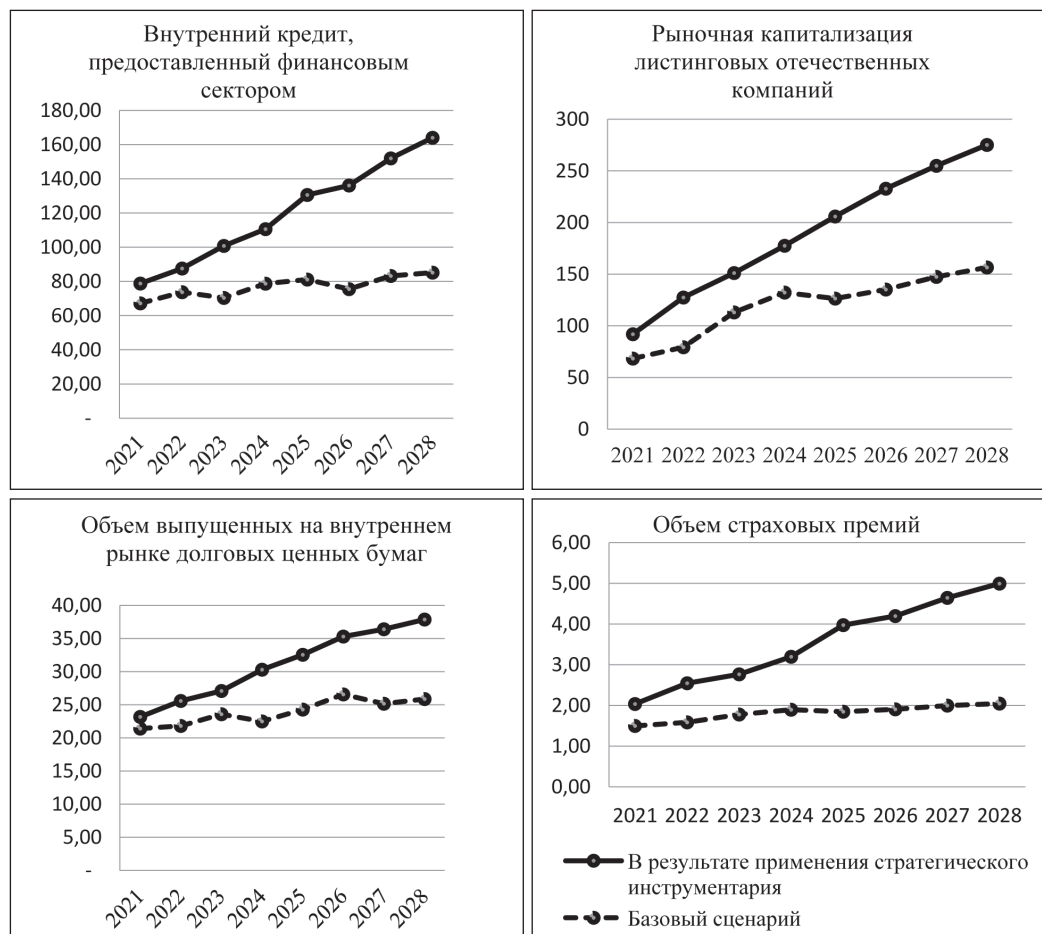
Источники: Составлена авторами.

Для достижения целевых стратегических значений данных индикаторов в процессе государственного управления трансформацией финансового сектора в условиях введения масштабных санкционных ограничений также необходимо задействовать комплекс регуляционных инструментов, использование которых:

- содействует формированию конкурентной среды на финансовых рынках;
- обеспечивает прозрачную и безопасную среду функционирования бизнеса и кредитных организаций;
- способствует укреплению банковского и финансового сектора в целом;
- расширяет применение механизма финансового посредничества;
- стимулирует внедрение инновационных финансовых продуктов и технологий для развития отстающих сегментов финансового рынка и повышения эффективности его функционирования.

Рисунок 5

Прогнозная динамика развития сегментов российского финансового рынка до 2028 г. в рамках реализации оптимального стратегического сценария, % к ВВП



Источники: Составлен авторами.

Использование предложенного инструментария государственного управления трансформацией финансового сектора позволило построить прогноз развития ключевых сегментов финансового рынка Российской Федерации на период до 2028 г. при реализации оптимального стратегического сценария в условиях экономических санкций (рис. 5).

Применение предлагаемого государственного стратегического инструментария развития на период до 2028 г. значительно увеличит финансовую глубину российского финансового сектора, в том числе показатель «Внутренний кредит, предоставленный финансовым сектором» может увеличиться до 164,06% к ВВП, «Рыночная капитализация листинговых отечественных компаний» – до 275,24% к ВВП, «Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг» – до 37,87% к ВВП, а «Объем страховых премий» – до 2,44% к ВВП. В то время как в соответствии с базовым сценарием значения показателей финансовой глубины могут достигнуть соответственно: 85,16%, 135,14%, 26,56% и 1,91%. Последовательная реализация стратегического сценария развития ключевых сегментов финансового рынка в процессе государственного управления трансформацией российского финансового сектора к концу 2028 г. позволит увеличить его долю в ВВП до 8% и тем самым (нейтрализовав действие экономических санкций) обеспечить дополнительный прирост ВВП на 0,8%.

Выводы

В условиях масштабных экономических санкций, направленных прежде всего на разрушение финансового сектора страны, необычайно актуализируется формирование и применение инструментария государственного управления развитием финансового сектора Российской Федерации вследствие наличия системных проблем, обусловивших торможение развития ключевых сегментов финансового рынка в досанкционный период и не позволяющих задействовать потенциал финансового сектора для повышения темпов роста национальной экономики. Решение данной задачи требует стимулирования развития ключевых сегментов финансового рынка (кредитного рынка, рынка акционерного капитала, долгового рынка и страхового рынка) путем использования государственного инструментария, включающего комплекс диагностических моделей, регуляционные и стратегические инструменты.

На основе отбора индикаторов и показателей, обладающих наиболее сильными корреляционными связями, авторами статьи был разработан комплекс диагностических моделей, апробация которых на материалах Российской Федерации позволила установить обоснованные целевые стратегические значения, характеризующие уровень развития сегментов финансового рынка.

Предложено теоретико-методическое обоснование, проведена апробация моделей диагностики уровня развития ключевых сегментов финансового рынка и сформулированы предложения по формированию, использованию инструментария регулирования государством финансового сектора Российской Федерации при ужесточении санкционного режима.

Для достижения целевых значений показателей финансовой глубины финансового сектора на основе данных досанкционного периода были построены стратегические сценарии развития ключевых сегментов финансового рынка и предложены мероприятия их реализации, остающиеся актуальными в текущих санкционных ограничениях. Описанный государственный инструментарий может быть использован при построении прогнозов развития ключевых сегментов финансового рынка Российской Федерации на период до 2028 г. В статье показано, как реализация стратегических сценариев позволит обеспечить необходимый уровень развития этих сегментов и повысить долю финансового сектора в ВВП, что приобретает критически важное значение при увеличении макроэкономических шоков.

Предложенный подход к определению вариантов регулирования развития финансового сектора может послужить основой для дальнейших, более детальных исследований в области современного состояния и прогнозирования финансового развития в разных странах.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Берзон Н.И. Инновации на финансовых рынках: монография / под ред. Н.И. Берзона и Т.В. Тепловой. М.: Изд. Дом Высшей школы экономики, 2013.
2. Воронов В.С. Современные финансовые рынки: монография / под ред. В.В. Иванова. М.: Проспект, 2016.
3. Гурвич Е.Т. Факторы развития российской финансовой системы / Финансовая система России и экономический рост. М.: Моск. обществ. науч. фонд: Ассоциация независимых центров экономического анализа, 2006. С. 49–72.
4. Игонина Л.Л. Финансовая система и экономическое развитие: монография. М.: РУСАЙНС, 2016.
5. Интеграция национальных систем финансового регулирования и надзора: международный опыт и выводы для России: научный доклад / В.В. Архипова и др. Москва: Ин-т экономики, 2014.
6. Adam A.M. Susceptibility of Stock Market Returns to International Economic Policy: Evidence from Effective Transfer Entropy of Africa with the Implication for Open Innovation // Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity. 2008. Vol. 3, no. 6. P. 71–88.
7. Anser M.K., Khan M.A., Zaman K., Nassani A.A., Askar S.E., Abro M.M.Q. et al. Financial development during COVID-19 pandemic: the role of coronavirus testing and functional labs // Financial Innovation. 2021. Vol. 1, no. 7. P. 1–13.

8. Asafo-Adjei E., Boateng E., Isshaq Z., Idun A.A.A., Owusu Junior P. et al. Financial sector and economic growth amid external uncertainty shocks: Insights into emerging economies // PLOS ONE. 2021. Vol. 16, no. 11. e0259303. URL: <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0259303>.
9. Black J., Jacobzone S. Tools for Regulatory Quality and Financial Sector Regulation: A Cross-Country Perspective // OECD Working Papers on Public Governance. OECD Publishing, Paris, 2009. URL: <https://doi.org/10.1787/218772641848>.
10. Goldsmith R. Premodern Financial System: A Historical Comparative Study. Cambridge, Cambridge University Press. Reissue edition, 2008.
11. Cargill T. Regulation and Supervision of the Financial System / The Financial System, Financial Regulation and Central Bank Policy. Cambridge, Cambridge University Press, 2017. P. 184–205.
12. Deaton A. Instruments of development: Randomization in the tropics, and the search for the elusive keys to economic development // Proceeding of the British Academy, Lectures. 2008. No. 162. P. 123–160.
13. Donato M., Marc Q. The governance of financial supervision: recent development // Journal of Economic Surveys: Wiley-Backwell. 2016. Vol. 30, no. 5. P. 982–1006.
14. Fernandez A., Tamayo C.E. From institutions to financial development and growth: what are the links? // Journal of economic surveys. 2015. Vol. 31, no. 1. P. 17–57.
15. Guo F., He S. The finance-growth nexus in China: a meta-analysis // Applied Economics Letters. 2020. Vol. 13, no. 27. P. 1071–1075.
16. Hausmann R., Rodrik D., Velasco A. Growth Diagnostics. The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Massachusetts, 2005.
17. Ivanov P.A., Sakharova G.R. Financial instability in the region: assessment methods and elimination tools // Economic and Social Changes Facts Trends Forecast. 2015. Vol. 36, no. 6. P. 183–198.
18. Law S.H., Azman-Saini W.N.W. The Quality of Institutions and Financial Development. MPRA Paper 12107. University Library of Munich, Germany, 2008.
19. Leus D.V. Analysis of Scientific and Methodical Approaches to Portfolio Investment as a Tool of Financial Provision of Sustainable Economic Development // Business Inform. Directory of Open Access Journals. 2013. Vol. 5, no. 12. P. 318–322.
20. Masciandaro D., Quintyn M. The governance financial supervision: recent development // Journal of Economic Surveys: Wiley-Backwell. 2016. Vol. 30, no. 5. P. 982–1006.
21. Melecky M., Podpiera A.M. Financial sector strategies and financial sector outcomes: do the strategies perform? // Policy Research working paper. Washington, D.C., World Bank Group. 2018. No. 8315.
22. Mishkin F.S. Globalization and financial development // Journal of Development Economics. 2009. Vol. 89, no. 2. P. 164–169.

23. Phan D.H.B., Iyke B.N., Sharma S.S., Affandi Y. Economic policy uncertainty and financial stability—Is there a relation? // *Economic Modelling*. 2021. No. 94. P. 1018–1029.
24. Puatwoe J.T., Piabuo S.M. Financial sector development and economic growth: evidence from Cameroon // *Finance Innovation*. 2017. No. 3. URL: <https://doi.org/10.1186/s40854-017-0073-x>.
25. Serres de A., Kobayakawa S., Slok T., Vartia L. Regulation of Financial Systems and Economic Growth in OECD Countries: An Empirical Analysis // *OECD Economic Studies*. 2006. No. 43. P. 80–88.
26. Shabnam M., Hersh S. Prediction tools: Financial market regulation, politics and psychology // *Journal of Risk Management in Financial Institutions*. 2010. Vol. 3, no. 4. P. 318–333.
27. Swamy V, Dharani M. An alternate approach in exploring the causal link between financial development and economic growth – Evidence from advanced economies // *International Journal of Finance & Economics*. 2018. Vol. 1, no. 23. P. 55–76.
28. Tang C.F. Transmission channels of oil and finance toward promoting growth in China: the role of industrialization // *Applied Economics Letters*. 2020. Vol. 7, no. 27. P. 596–600.
29. Xu S., Qamruzzaman M., Adow A.H. Is Financial Innovation Bestowed or a Curse for Economic Sustainability: The Mediating Role of Economic Policy Uncertainty // *Sustainability*. 2021. Vol. 4, no. 13. P. 23–39.
30. Wright R.E. *Finance, Banking, and Money*. Nyack, N.Y., Flat World Knowledge, 2012.

REFERENCES

1. Berzon, N.I. (2013) *Innovations in financial markets: Monograph*. Edited by N.I. Berzon and T.V. Teplova. Moscow: HSE. (In Russian).
2. Voronov, V.S. et al. (2016) *Modern financial markets: Monograph*. Moscow: Prospect. (In Russian).
3. Gurvich, E.T. (2006) 'Factors of development of the Russian financial system', in: *The Financial System of Russia and economic growth*. Moscow: Mosk. obshhestv. nauch. fond: Associaciya nezavisimy`x centrov e`konomicheskogo analiza. (In Russian).
4. Igonina, L.L. (2016) *Financial system and economic development: Monograph*. Moscow: RUSAJNS. (In Russian).

5. Arkhipova, V.V. et al. (2014) *Integration of national systems of financial regulation and supervision: international experience and conclusions for Russia*. Text: scientific report Moscow: Institute of Economics.
6. Adam, A.M. (2020) 'Susceptibility of stock market returns to international economic policy: Evidence from effective transfer entropy of Africa with the implication for open innovation', *Journal of Open Innovation: Technology, Market, and Complexity*, 6(3), pp. 71–88.
7. Answer, M.K., Khan, M.A., Zaman, K., Nassani, A.A., Askar, S.E., Abro, M.M.Q. et al. (2021) 'Financial development during COVID-19 pandemic: The role of coronavirus testing and functional labs', *Financial Innovation*, 7(1), pp. 1–13.
8. Asafo-Adjei, E., Boateng, E., Isshaq, Z., Idun, A.A.A., Owusu, Junior P. et al. (2021) 'Financial sector and economic growth amid external uncertainty shocks: Insights into emerging economies', *PLOS ONE*, 16(11). e0259303. Available at: <https://doi.org/10.1371/journal.pone.0259303> (accessed 22 September 2022).
9. Black, J. and Jacobzone, S. (2009) 'Tools for regulatory quality and financial sector regulation: A cross-country perspective', *OECD Working Papers on Public Governance*, OECD Publishing, Paris. Available at: <https://doi.org/10.1787/218772641848> (accessed 22 September 2022).
10. Goldsmith, R. (2008) *Premodern financial system: A historical comparative study*. Cambridge: Cambridge University Press. Reissue edition.
11. Cargill, T. (2017) 'Regulation and supervision of the financial system', in: *The financial system, financial regulation and Central Bank policy*. Cambridge: Cambridge University Press, pp. 184–205.
12. Deaton, A. (2008) 'Instruments of development: Randomization in the tropics, and the search for the elusive keys to economic development', *Proceeding of the British Academy*, Lectures, 162, pp. 123–160.
13. Donato, M. and Marc, Q. (2016) 'The governance of financial supervision: recent development', *Journal of Economic Surveys: Wiley-Blackwell*, 5(30), pp. 982–1006.
14. Fernandez, A. and Tamayo, C.E. (2015) 'From institutions to financial development and growth: What are the links?', *Journal of economic surveys*, 1(31), pp. 17–57.
15. Guo, F. and He, S. (2020) 'The finance-growth nexus in China: A meta-analysis', *Applied Economics Letters*, 27(13), pp. 1071–1075.
16. Hausmann, R., Rodrik, D. and Velasco, A. (2005) *Growth Diagnostics*. The John F. Kennedy School of Government, Harvard University, Massachusetts.
17. Ivanov, P.A. and Sakharova, G.R. (2015) 'Financial instability in the region: assessment methods and elimination tools', *Economic and Social Changes Facts Trends Forecast*, 6 (36), pp. 183–198.
18. Law, S.H. and Azman-Saini, W.N.W. (2008) *The quality of institutions and financial development*. MPRA Paper 12107, University Library of Munich, Germany.

19. Leus, D.V. (2013) 'Analysis of scientific and methodical approaches to portfolio investment as a tool of financial provision of sustainable economic development', *Business Inform. Directory of Open Access Journals*, 12(5), pp. 318–322
20. Masciandaro, D. and Quintyn, M. (2016) 'The governance financial supervision: Recent development', *Journal of Economic Surveys: Wiley-Blackwell*, 5(30), pp. 982–1006.
21. Melecky, M. and Podpiera, A.M. (2018) 'Financial sector strategies and financial sector outcomes: do the strategies perform?', *Policy Research working paper*, Washington, D.C.: World Bank Group, N 8315.
22. Mishkin, F.S. (2009) 'Globalization and financial development', *Journal of Development Economics*, 2(89), pp. 164–169.
23. Phan, D.H.B., Iyke, B.N., Sharma, S.S. and Affandi, Y. (2021) 'Economic policy uncertainty and financial stability—Is there a relation?', *Economic Modelling*, 94, pp. 1018–1029.
24. Puatwoe, J.T. and Piabuo, S.M. (2017) 'Financial sector development and economic growth: Evidence from Cameroon', *Finance Innovation*, 3. Available at: <https://doi.org/10.1186/s40854-017-0073-x> (accessed 22 September 2022).
25. Serres de, A., Kobayakawa, S., Slok, T. and Vartia, L. (2006) 'Regulation of financial systems and economic growth in OECD countries: An empirical analysis', *OECD Economic Studies*, 43, pp. 80–88.
26. Shabnam, M. and Hersh, S. (2010) 'Prediction tools: Financial market regulation, politics and psychology', *Journal of Risk Management in Financial Institutions*, 4(3), pp. 318–333.
27. Swamy, V. and Dharani, M. (2018) 'An alternate approach in exploring the causal link between financial development and economic growth – Evidence from advanced economies', *International Journal of Finance & Economics*, 23(1), pp. 55–76.
28. Tang, C.F. (2020) 'Transmission channels of oil and finance toward promoting growth in China: the role of industrialization', *Applied Economics Letters*, 27(7), pp. 596–600.
29. Xu, S., Qamruzzaman, M. and Adow, A.H. (2021) 'Is financial innovation bestowed or a curse for economic sustainably: The mediating role of economic policy uncertainty', *Sustainability*, 13(4), pp. 23–39.
30. Wright, R.E. (2012) *Finance, banking, and money*. Nyack, N.Y.: Flat World Knowledge.

Статья поступила в редакцию 27.05.2022;
одобрена после рецензирования 05.09.2022;
принята к публикации 15.09.2022.