

DOI: <https://doi.org/10.15407/etet2021.03.057>

УДК: 336.018:336.051

JEL: G20, O43

Павло Керімов

ВПЛИВ ІНСТИТУЦІЙНОГО СЕРЕДОВИЩА НА ФІНАНСОВИЙ РОЗВИТОК: ОПИСОВИЙ ОГЛЯД

Окреслено підходи до висвітлення взаємозв'язку інституційного середовища і фінансового розвитку у сучасній англійській літературі. Його необхідність викликана недостатнім використанням зарубіжних джерел у вітчизняній літературі по темі, що зі свого боку призводить до проблем із порівнюваністю категоріального апарату, методичних підходів та отриманих результатів між ними. Огляд обмежується практико-орієнтованими зарубіжними джерелами, які містять достатній статистичний апарат, і концентрується на питаннях вибору репрезентативних змінних, очікуваної та фактичної функціональної залежності між ними та правдоподібності отриманих результатів. Було зроблено ряд висновків, зокрема: про відсутність загальної теоретичної моделі взаємозв'язку інституційного та фінансового розвитку в основі моделей, які містяться в розглянутих джерелах; про недостатність показника фінансової глибини у його вузькому розумінні як універсального показника розвитку фінансової системи і про необхідність його доповнення показниками оперативної ефективності фінансових інституцій, ресурсного потенціалу інших складових фінансової системи та доступу реципієнтів до фінансових ресурсів; про поточну обмеженість вибору показників інституційного розвитку двома джерелами, обидва з яких подають комплексні показники, розраховані експертним методом; про існування помітної різниці у параметрах інституційного розвитку, які чинять вплив на розвиток фінансової системи в розвинутих країнах та в країнах, що розвиваються. Окреслено перспективи подальших досліджень у цій сфері, зокрема вивчення взаємозв'язку інституційного і фінансового розвитку із використанням агрегованих методом головних компонент розширених показників фінансового розвитку та методу аналізу середовища функціонування на базі статистики по розвинутих країнах.

Ключові слова: фінансова глибина; фінансовий розвиток; економічний розвиток; інституційний розвиток.

Керімов Павло Олексійович (pkerimov@zoho.com) канд. екон. наук; молодший науковий співробітник відділу фінансів реального сектора ДУ "Інститут економіки та прогнозування НАН України". <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>

Статтю підготовлено у рамках НДР "Взаємозв'язок фінансової глибини та економічного зростання в Україні" (номер державної реєстрації 0121U110766).

Цитування: Керімов П. О. Вплив інституційного середовища на фінансовий розвиток: описовий огляд. *Економічна теорія*. 2021. № 3. С. 57–71.
<https://doi.org/10.15407/etet2021.03.057>

© П. Керімов, 2021

ISSN 1811-3141. *Економічна теорія*. 2021. № 3: 57–71

IMPACT OF INSTITUTIONAL ENVIRONMENT ON FINANCIAL DEVELOPMENT: A LITERARY REVIEW

Pavlo Kerimov (pkerimov@zoho.com), PhD, junior researcher at real sector finance department of Institute for Economy and Forecasting of NAS of Ukraine. <https://orcid.org/0000-0002-7793-7788>

This literary review is focused on outlining approaches to institutional environment and financial development nexus, described in modern Western literature. Its existence is necessitated by the insufficient use of such sources in domestic studies on the subject, which results in inconsistencies in categorical apparatus, methodic approaches and of acquired results. The review is limited to practical Western studies with sufficient statistical apparatus and is concentrated on their choice of representative variables, expected and factual interrelations between said variables and on plausibility of their results. Based on the reviewed literature, it was possible to come up with a number of conclusions, such as: lack of general theoretical model of institutional-financial development nexus behind reviewed regression models; insufficiency of narrowly defined financial depth index to represent financial development as a whole, and need to compliment it with financial institutions' operational effectiveness indicators, as well as other financial system components' resource potential indicators, and recipients' access to financial resources indicators; limitation of currently available institutional development indicators to two sets, both of which are expert-defined aggregated indicators; existence of substantial difference in factors of institutional development influencing financial system in developed and underdeveloped countries. Also, some of the further research perspectives are outlined, such as examining institutional-financial development nexus using PCA-aggregated extended financial development indicators, and researching institutional-financial development nexus using data envelopment analysis based on the statistical data on developed countries.

Key words: financial depth, financial development, economic development, institutional development.

Фінансова система є службовою, хоч і необхідною, ланкою в економіці, а тому було б помилкою приписувати їй реальний і потенційний розвиток виключно внутрішньосистемним процесам. Популярною наразі ідеєю є постулат, що розвиток фінансової системи є похідним від розвитку інституційного середовища в країні, що зі свого боку відкриває ряд потенційно цікавих питань щодо методичних підходів до оцінки і того, і іншого. У більшості сучасних досліджень вплив інституційного середовища на фінансову глибину розглядається із використанням економетричного моделювання на базі вибірки по слабо розвинутих країнах за 1990–2020 рр., або на базі порівняльного аналізу по країнах із низьким і високим рівнем доходів за той же період. Причиною певної короткозорості у таких дослідженнях є насамперед відсутність необхідних даних, адже, наприклад, оцінка розвитку інституційного середовища проводиться майже виключно на базі агрегованих індикаторів якості управління Світового банку, які не розраховувались до 1996 року¹. Означена короткозорість створює проблему з порівнюваністю результатів досліджень, адже дослідження взаємозв'язку фінансової глибини, яка майже універсально використовується як показник розвитку фінансової системи, із економічним зростанням вказують на помітну зміну тенденцій як у динаміці означених показників, так і у природі їх взаємозв'язку при оцінці на

¹ Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/>

даних за 1960–80 рр. та даних за 1990–2000 рр. Панівна на сьогодні мода на обов'язкове використання статистичних та економетричних методів у дослідженні призводить, по-перше, до взаємовиключних висновків у порівнюваних за джерелами та методологією роботах різних дослідників, а по-друге, до висновків, які не узгоджуються із загальнотеоретичними передбаченнями, як, наприклад, обернено пропорційний зв'язок між прозорістю демократичних інститутів та фінансовим розвитком.

Подібна ситуація робить необхідним систематизацію наявної наразі літератури стосовно впливу інституційних факторів на розвиток фінансової системи, зокрема в частині методичних підходів, які в них використовуються, у частині узагальнення отриманих в них висновків, а також в частині опису перспектив подальших досліджень у цьому напрямку. Таким чином, метою статті є систематизація і аналіз наявних публікацій щодо впливу інституційних факторів на фінансовий розвиток.

Об'єктом цього дослідження є зарубіжні публікації, присвячені взаємозв'язку інституційного та фінансового розвитку. Предметом – вплив розвитку інституційного середовища на розвиток фінансової системи.

Статтю структуровано таким чином: спочатку викладено перелік і критерії відбору досліджених джерел. Далі подано критичний аналіз кожного окремого джерела із фокусом на використаних у ньому методичних підходах та отриманих висновках. Нарешті, наводиться узагальнення всіх розглянутих джерел у частині відповідності обраних методичних підходів отриманим висновкам, рівню висвітленості проблематики та перспектив до подальших досліджень.

Для цього дослідження обирались насамперед статті, опубліковані у зарубіжних виданнях, які містили словосполучення "інституційні фактори" та "фінансовий розвиток" у назві. Перевага надається зарубіжним джерелам, оскільки вони мають вищий рівень уніфікованості категоріального апарату. Так, наприклад, для українських публікацій є типовими неточності у визначенні поняття "фінансової глибини", які часто є результатом відсутності закріпленого перекладу, а тому не завжди очевидним є той факт, що "фінансова глибина" в інтерпретації В. Козюка (2019) не збігається із "фінансовою глибиною" в інтерпретації М. Власенко (2012. С. 57), яка натомість використовує поняття "фінансова глибина макроекономіки" та "показник глибини фінансового ринку" (2012. С. 56) як взаємозамінні синоніми. Водночас "фінансова глибина" в інтерпретації Є. Бублика (2018. С. 51) вже є цілим комплексом показників, не всі з яких зазвичай взагалі розраховуються. Цю ситуацію ускладнює той факт, що "financial depth" і справді може означати один з ряду показників ресурсного потенціалу фінансової системи залежно від доступних даних і поставлених цілей. Саме тому, до речі, у цій статті, за необхідністю, кожен наведений показник буде забезпечено у дужках перекладом мовою оригіналу, а також методом розрахунку, якщо одного перекладу буде недостатньо. У зарубіжних публікаціях така проблема є менш вираженою.

Вузький фокус на публікаціях із словосполученнями "інституційні фактори" та "фінансовий розвиток" у назві викликаний тим фактом, що побічно оцінку впливу інституційних факторів містить значна кількість публікацій, присвячених як питанням розвитку фінансової системи, так і більш вузько – фінансовій глибині, а також взаємозв'язку фінансової глибини та економічного розвитку. Більш вузький фокус дозволить не тільки відібрати найбільш відповідні цілям дослідження статті, але і утримати обсяг цього дослідження у рамках розумного.

Зазначивши всі ці застереження, переходимо безпосередньо до аналізу літератури. Х. Хан та ін. (Khan, 2020), досліджуючи панельні дані по 189 країнах за 2002–2017 рік, прийшли до висновку, що фінансовий розвиток є неможливим без покращення якості державного управління та якості фінансових інституцій. Показником фінансового розвитку автори використовували стандартний показник фінансової глибини, розрахований через частку кредитів банків підприємствам реального сектора до ВВП. Тут слід зазначити, що фінансова глибина – це міра ресурсного потенціалу фінансової системи, або, точніше, міра її можливості трансформувати заощадження у продуктивні інвестиції. Тому коли йдеться про фінансову глибину, потенційно може матись на увазі як один, так і цілий спектр показників. Історично першим "стандартним" методом розрахунку фінансової глибини був підхід M2/ВВП, описаний у класичній роботі Р. Левіна (Levine, 1997), який було удосконалено заміною більш широкого показника M2, який включає готівку і переказні депозити в національній та іноземній валюті, на більш вузький – обсяг банківських кредитів нефінансовим інституціям, який теоретично включає лише ту частку грошових ресурсів, які було перенаправлено на продуктивні інвестиції. Показник M2/ВВП все ще використовується у разі відсутності більш спеціалізованих даних. Наступним за точністю показником фінансової глибини вважається співвідношення активів панівної ланки фінансової системи (здебільшого банків) до ВВП, але у деяких випадках додатково розраховуються також співвідношення активів небанківських фінансових посередників до ВВП та капіталізація фінансового ринку до ВВП. У разі наявності в країні умовно паралельної системи ісламських фінансів деякі дослідники, зокрема А. Салім та ін. (Saleem, 2021), розраховують також показник співвідношення активів ісламської банківської системи до ВВП або кредитів, які надані цією системою нефінансовим корпораціям до ВВП. За аналогією можна очікувати, що в окремих дослідженнях (насамперед для таких країн, як Китай) будуть оцінюватися також і частка активів державних банків до ВВП або частка кредитів, наданих такими банками нефінансовим корпораціям, але цього здебільшого не відбувається. Вірогідно, державні фінанси вважаються такими, що не здатні генерувати "продуктивні" інвестиції.

Показником якості або розвитку інституцій було використано всі шість показників якості державного управління (*worldwide governance indicators*) Світового банку, а також ВВП на душу населення, відкритість для міжнародної торгівлі (сума експорту та імпорту за відповідний рік), заоща-

дження, формування капіталу та кількість населення. Показники якості державного управління розраховуються Світовим банком і відображають здебільшого оціночні судження стосовно якості того чи іншого елементу державного управління. Наприклад, контроль за корупцією (*control of corruption*) є індикатором, який коливається у межах від -2,5 (високий рівень корупції) до 2,5 (відсутність корупції) із нормальним розподілом, і враховує 15 параметрів, в тому числі наявність "нерегулярних" платежів при експортно-імпортній діяльності, сплаті податків, судових рішень, рівень корупції для місцевих та іноземних суб'єктів економічної діяльності, нецільове використання бюджетних коштів тощо². Інші показники пакета включають якість державного регулювання (*regulatory quality*), прозорість демократичних інститутів та підзвітність державних чиновників (*voice and accountability*), політичну стабільність та відсутність насилля (*political stability and absence of violence*), ефективність уряду (*government effectiveness*) та верховенство права (*rule of law*).

За результатами моделювання із використанням методу Ареллано-Бонда, єдиною змінною, яка зберігала значущість як на світовому рівні, так і у субвибірках по країнах, що розвиваються, і розвинутих країнах, була залежна змінна, взята із лагом, тобто розвиток фінансової системи є універсально і прямо пропорційно залежним від її розвитку у минулих періодах. Цей висновок є очікуваним у рамках обраного методу моделювання на базі панельних даних, а тому особливої уваги не заслуговує. Окремо для країн, що розвиваються, значущими були якість державного регулювання (прямо пропорційний зв'язок), прозорість демократичних інститутів та підзвітність чиновників (обернено пропорційний зв'язок), відкритість для міжнародної торгівлі (обернено пропорційний зв'язок), обсяги капіталу (прямо пропорційний зв'язок) і обсяги заощаджень (обернено пропорційний зв'язок). Або, іншими словами, у країнах, що розвиваються, приріст фінансової глибини пов'язаний зі зростання якості державного регулювання, зростанням обсягів капіталу, зменшенням обсягів заощаджень, зменшенням відкритості для зовнішньої торгівлі та зменшенням прозорості демократичних інститутів. Зростання якості державного регулювання має створювати прозоре і справедливе економічне середовище, яке стимулює ділову активність, яка зі свого боку сприяє трансформації заощаджень у приріст капіталу через банківську систему (і фондовий ринок, однак ця складова у цьому дослідженні не враховується). Негативний вплив відкритості економіки для зовнішньої торгівлі є також очікуваним для країн, що розвиваються, адже такі країни здебільшого мають тенденцію до заміщення споживчої продукції за рахунок імпорту, що негативно впливає на їх власну промисловість.

Очевидним відхиленням від теоретичних очікувань є обернено пропорційний зв'язок між розвитком фінансової системи та прозорістю демократичних інститутів і підзвітністю чиновників. Останній показник є

² Worldwide Governance Indicators (WGI). URL: <http://info.worldbank.org/governance/wgi/Home/Documents>

агрегованою сукупністю 36 здебільшого оціночних показників, які характеризують свободу слова і преси, прозорість і законність процедури виборів, надійність державного сектора економіки, свободу пересування та загальний стан захисту прав людини, – тобто показників, неналежний стан яких теоретично призводить у відкритих економіках до втечі капіталу і робочої сили за кордон і скорочення економічної активності, а отже і пропорційного скорочення у банківських активах (частка яких у ВВП є показником фінансового розвитку в рамках цього дослідження). Поясненням цьому феномену, виключаючи банальну помилку, може слугувати закритість економік досліджуваних країн, що розвиваються (адже перелік усіх 189 країн у дослідженні не наводиться), або нарощення показника фінансової глибини за рахунок технічних причин, зокрема скорочення ВВП при збереженні розмірів банківського сектора у досліджуваних країнах у досліджуваний період. Самі автори не загострюють увагу на цьому елементі своїх висновків.

Подібне дослідження, але із фокусом на країнах економічного співтовариства країн Західної Африки, проведене на даних із 15 країн за 1996–2017 рр. М. Аппіа та ін. (Appiah, 2020), дійшло дещо інших висновків щодо впливу інституційного середовища на економічне зростання та фінансовий розвиток. Зокрема, автори дійшли висновку про відсутність впливу фінансового розвитку (оціненого через стандартний показник фінансової глибини, а саме: частку банківських кредитів нефінансовим корпораціям до ВВП) на економічне зростання в країнах Західної Африки. Ба більше, у разі, якби ця змінна була значущою, вплив був би негативним. Вплив інституційного середовища враховувався через індекси якості державного регулювання та контролю за корупцією, аналогічними за походженням і методологією розрахунку показникам, використаним у попередньому дослідженні. Жоден з цих показників не виявився значущим у рамках моделі, а напрям їх потенційного впливу виявився подібним до напряму впливу цих показників у попередньо розглянутій моделі, а саме: рівень контролю за корупцією мав би чинити негативний вплив на економічне зростання, а якість державного регулювання – позитивний. Слід, однак, враховувати, що у першій розглянутій моделі залежною змінною був фінансовий розвиток, а у другій – економічне зростання, і навіть враховуючи аналогічність підходів у формуванні моделей (джерела та підбір змінних, а також методичний підхід – модель Ареллано-Бонда), їх результати не є прямо порівнюваними. Змінними, які впливають на економічне зростання, автори визначили попередній стан економічного зростання та формування капіталу, обидві з них – із прямо пропорційним зв'язком. Отже, у нерозвинених країнах формування капіталу можна вважати істотним фактором для економічного зростання і фінансового розвитку, в той час як інституційні чинники відіграють значущу роль у фінансовому розвитку, і незначущу – в економічному зростанні. Слід, однак, відмітити, що вибірка лише у 15 країн, що розвиваються, робить висновки по цьому дослідженню менш вагомими, ніж по попередньому.

Дослідження інституційних і макроекономічних передумов фінансового розвитку в 50 країнах Організації ісламського співробітництва (ОІС), проведене А. Абубакаром та С. Кассім (*Abubakar, Kassim, 2018*) на даних за 2003–2011 рр. із використанням моделі Ареллано-Бонда, дозволило авторам зробити висновки про першочерговість рівня доходу для фінансового розвитку. Високий рівень доходу в країні спричиняє більший обсяг заощаджень, а отже і фінансове поглиблення, з одного боку, і підвищення попиту на банківське кредитування – з іншого. Вплив валютного курсу було визнано неоднозначним: тоді як дешева національна валюта призводить до підвищення фінансової глибини та обсягів кредитування, вона також призводить до скорочення заощаджень всередині країни. Цей факт автори вважають достатнім виправданням для рекомендації політики валютного коридору для таких країн. Вплив інфляції також вбачається як у позитивному ключі – через заохочення банківського кредитування вкупі із примушенням інвесторів до переорієнтації із фінансових активів на реальні, так і в негативному – через зменшення фінансової глибини. Цей факт автори вважають достатнім обґрунтуванням для політики таргетування інфляції. Відкритість фінансової системи визначено авторами як значущу для зростання депозитів, але не кредитування у країнах ОІС, тобто автори схиляються до думки, що країни ОІС здатні потенційно залучити іноземний ресурс до своїх банківських систем через депозити. Це виглядає надмірно оптимістичним висновком, хіба що країни ОІС можуть забезпечити надвисоку надійність та дохідність такого інструменту; зазвичай, однак, депозити нерезидентам не є значущим за обсягами інструментом в країнах із сумнівною довготривалою стабільністю. Якість інституційного середовища врахована авторами як середнє значення по вже розглянутих шести показниках Світового банку: контроль за корупцією, ефективність уряду, верховенство права, політична стабільність, якість державного регулювання, а також прозорість демократичних інститутів та підзвітність державних чиновників. Цей агрегований показник визнано авторами таким, що не впливає на фінансову глибину та мобілізацію заощаджень, однак значущим для стимулювання кредитної діяльності банків. Таким чином, для того щоб зробити висновок про вплив інституційного розвитку в країнах ОІС на розвиток їх фінансових систем, автори мали розширити визначення розвитку фінансової системи, додавши до стандартного ресурсного показника фінансової глибини показники кредитної активності банків і мобілізації заощаджень, тобто показники активності фінансових посередників.

Дослідження інституційних детермінант розвитку фінансових систем в Африці, проведене Ч. О. Еменало, та ін. (*Emenalo, 2018*) на прикладі 39 африканських країн із колоніальним минулим за 2006–2011 рр., присвячено досить незвичайній тематиці: практичній перевірці ефективності сучасних теорій розвитку у постколоніальних країнах, популярних у західній літературі, у поясненні фінансового розвитку таких країн. У дослідженні вивчається правомірність чотирьох теорій: теорії правових витоків (*legal origins theory*), теорії наділення хворобами (*disease endowment theory*), релі-

гійної теорії (*religion-based theory*) і теорії етнічного фракціонування (*ethnic fractionalization theory*).

Теорія правових витоків пояснює формування інституцій у постколоніальних країнах, правовою традицією пов'язаних із ними країн-колонізаторів. Зокрема англійські колонії намагались відтворити англійське загальне право, яке орієнтоване на підтримку приватної ініціативи та ринкових механізмів в економіці, а французькі – французьке цивільне право, орієнтоване на розподіл ресурсів через державні інституції. Окрім законодавчої традиції, такі правові витoki також формували культуру економічних відносин, зокрема механізми забезпечення виконання контрактів, традиції у звітності, а також очікування і широке розуміння населенням принципів функціонування закону і держави.

Теорія *наділення хворобами* пояснює формування інституційної структури у постколоніальних країнах придатністю кожної окремої країни для життя колонізаторів. У тих країнах, де колонізатори стикались із високою смертністю, вони не селились, а отже, формували екстрактивні інститути, не переймались захистом прав на власність та ігнорували поведінку чиновників, яка б вважалась неприпустимою у метрополії. У країнах, придатних для заселення, встановлювався інституційний захист прав власності й протидія потенційному свавіллю державних функціонерів, які залишались у країнах і після колонізації, а отже, слугували підґрунтям для розвитку кращої фінансової системи.

Релігійна теорія трактує релігію як основу світогляду, який потенційно спричиняє існування кращих чи гірших інституцій. Зокрема, переважно католицькі країни мають гірший захист прав кредиторів, ніж переважно протестантські, а отже, і потенційно – гірше розвинений фінансовий ринок.

Теорія етнічного фракціонування бачить причини сповільненого розвитку ключових для фінансової системи інституцій у поляризації населення країни за етнічною ознакою, адже подібна поляризація ускладнює створення рівних для всіх умов, сприяє виникненню "кумівства", а отже, й неефективний розподіл і використання ресурсів. Залежною змінною автори використали стандартний показник фінансової глибини і 17 залежних змінних, що відповідають як описаним теоріям (наприклад, приналежність країни до французької законодавчої традиції або католицизму як панівної релігії), так і загальноекономічним передбаченням (зокрема показникам інфляції, щільності населення, політичній стабільності чи ВВП/душу населення).

Результати дослідження такі: всі показники, пов'язані із наведеними теоріями розвитку фінансових систем у постколоніальних країнах, є статистично незначущими. Показниками, які визначено статистично значущими для фінансової глибини, є контроль за корупцією (прямо пропорційний зв'язок), інфляція (обернено пропорційний зв'язок), щільність населення (прямо пропорційний зв'язок). Оскільки ця робота оцінює взаємозв'язок розвитку фінансової системи із якістю інституцій, показник фінансової глибини може бути замінено на інші показники розвитку фінансової системи. Так, у разі заміни залежної змінної з кількісної (фінансова глибина) на якісні

(частка підприємств із проблемами із доступом до фінансування або частка підприємств із відкритою кредитною лінією), то частина змінних, зокрема показники належності до французької законодавчої традиції, етнічного фракціонування та рівня захворюваності, набувають статистичної значущості. Таким чином, автори приходять до висновку, що ці показники, хоч і не впливають на фінансову глибину, все одно чинять вплив на розвиток фінансової системи. В цьому випадку для отримання висновку про значущість впливу інституційного розвитку на фінансовий авторам також довелося розширити своє початкове визначення фінансового розвитку.

Ця стаття викликає інтерес завдяки своїй нетиповості, адже *теорії колоніального розвитку*, які отримали розповсюдження в рамках, за словами Д. Ацемоглу, "розгляду економіки у комплексі з політикою", часто постулюють цікаві ідеї, які, однак, майже не перевіряються практичними дослідженнями. Результати цього дослідження можуть свідчити про причини такої ситуації, а саме: про деяку неточність таких теорій, які надто концентруються на політиці, а тому є предметом ідеологічного впливу.

Дослідження взаємозв'язку між якістю інституцій та фінансовим розвитком на прикладі США, проведене М. Ханом та ін. (*Khan, 2019*), вказує на ключову роль інституцій у взаємозв'язку між розвитком фінансової системи та розподілом ренти від природних ресурсів. У цій роботі критикується використання фінансової глибини мірилом фінансового розвитку як занадто вузького і сконцентрованого на банківській системі. Така критика є обґрунтованою, як показує досвід досліджень Ч. Еменало та ін. (*Emenalo, 2018*), а також А. Абубакара та С. Кассім (*Abubakar, Kassim, 2018*). Натомість фінансовий розвиток визначається як функція від якості інституцій, ренти від природних ресурсів, капіталу, відкритості ринку з урахуванням невизначеності економічної політики та добуток ренти від природних ресурсів та якості інституцій як окремої змінної. Якість інституцій оцінюється через агрегований методом головних компонент показник, який включає шість індексів, розрахованих за методологією міжнародного посібника з ризику країни (ICRG³), а саме: стабільність уряду (*government stability*), корупцію (*corruption*), прозорість демократичних інститутів (*democratic accountability*), якість державного регулювання (*bureaucratic quality*), закон і порядок (*law and order*) та інвестиційний профіль (*investment profile*) країни. Метод головних компонент зазвичай використовується для зменшення кількості змінних у регресії через трансформацію набору факторів в один, який би максимально точно апроксимував їх сукупний вплив на залежну змінну. Рента від природних ресурсів враховується як сума ренти за нафту, газ, вугілля, корисні копалини і ліси. Економічне зростання – через реальний ВВП на душу населення. Автори дійшли висновку, що вплив розвитку фінансової системи на економічне зростання є сильнішим у країнах із вищим рівнем доходів, причому сила такого впливу обернено пропорційна державному втручанням в економіку. Сильні інституції, зокрема захист майнових прав, є важливою

³ International Country Risk Guide Methodology. *The PRS Group, Inc.*
<https://www.prsgroup.com/wp-content/uploads/2012/11/icrgmethodology.pdf>

передумовою як для економічного зростання, так і для фінансового розвитку. Також авторами виявлено, що рента від природних ресурсів негативним чином впливає на розвиток фінансової системи за умови недостатнього розвитку інституційного середовища, що є показником неправильного спрямування ренти від природних ресурсів. Слід відмітити, що у цьому дослідженні розвиток інституційного середовища оцінюється через змінні, розраховані за іншою методологією, причому показник "інвестиційний профіль країни" не має аналогу серед показників Світового банку, крім того фінансовий розвиток включає якість інституцій як компоненту, а тому висновок про відсутність взаємозв'язку між ними є неможливим.

Дослідження М. Кляйна та Дж. Олівеї (*Klein, Olivei, 2005*) показує статистично значущу залежність між лібералізацією капітальних рахунків та змінами у фінансовій глибині та економічному зростанні за крос-секційною вибіркою по 95 країнах за 1986–1995 рр. За розглянутий ними період країни із відкритими капітальними рахунками мали вищий приріст фінансової глибини порівняно із країнами, в яких діяли обмеження на рух капіталів. Однак цей висновок отримано за рахунок насамперед розвинених країн, тоді як країни, що розвиваються, не показували приросту фінансової глибини за рахунок лібералізації руху капіталу. В цьому дослідженні фінансова глибина визначається за допомогою двох показників: МЗ до ВВП та кредити банківських і небанківських інституцій до ВВП. Стан контролю за рухом капіталу визначається за допомогою бінарної (фіктивної) змінної, що набуває значення 1 у випадку відсутності законодавчих обмежень на рух капіталу, і 0 – у зворотному випадку. Додатково для кожної країни розраховано частку років у розглянутому періоді, коли обмежень на рух капіталу не було, і цей показник використано разом із бінарною змінною. Відсутність ефекту від лібералізації руху капіталу для країн, що розвиваються, трактується авторами як аргумент на користь ідеї, що лібералізація руху капіталу має позитивний вплив на фінансову глибину лише у разі наявності розвинених інституцій і ефективної макроекономічної політики, наявності яких у розвинених країнах, однак, авторами не досліджується, а передбачається. Це дослідження не оцінює на пряму вплив інституційного розвитку на розвиток фінансової системи, навіть враховуючи той факт, що фінансова та інвестиційна свобода є складовими показника "якість державного регулювання", показників якості державного управління Світового банку. Натомість воно передбачає наявність розвиненого інституційного середовища у розвинених країнах (країнах-членах ОЕСР) і показує взаємозв'язок між приналежністю до розвинених країн та позитивним впливом від лібералізації руху капіталів на розвиток фінансової системи, який оцінюється через варіацію показника фінансової глибини.

У дослідженні, проведеному Ле та ін. (*Le, Kim, Lee, 2016*), розглядаються передумови розвитку фінансової системи в Азійській-Тихоокеанському регіоні у 1995–2011 рр. на базі панелі даних по 26 країнах. Модель включає залежну змінну із лагом в один період як одного з факторів, і є варіантом використання узагальненого методу моментів. Фінансова гли-

бина визначається авторами як залежна змінна, а факторами регресії є економічне зростання, якість інституцій та відкритість для зовнішньої торгівлі. Економічне зростання розглядається авторами через логарифм реального ВВП на душу населення (логарифм часто використовується для зменшення різниці у розрядності між змінними), фінансова глибина – через композитний індекс, сформований на базі логарифмів співвідношення ліквідних зобов'язань до ВВП, співвідношення банківського кредиту приватному сектору до ВВП і частки активів комерційних банків до суми активів комерційних банків і центрального банку методом головних компонент. Якість інституцій оцінюється через композитний індекс, розрахований як середнє арифметичне шести із уже згадуваних вище показників розвитку, що розраховуються Світовим банком. Відкритість для зовнішньої торгівлі оцінюється як логарифм співвідношення суми експорту та імпорту до реального ВВП. Автори дійшли таких висновків: для країн, що розвиваються, основними драйверами розвитку фінансового сектора є якість державного управління та інституційний розвиток, а для розвинених країн – економічне зростання та відкритість для зовнішньої торгівлі.

Дослідження інституційних факторів у розвитку фінансового сектора у субсахарській Африці, проведене Дж. Анайотосом та Х. Торояном (*Anayiotos, Toroyan, 2009*) у 2009 році, показує, що інституційні фактори впливають на фінансову глибину в різних країнах по-різному. Це дослідження ґрунтується на аналізі середовища функціонування (*data envelopment analysis*) – методі непараметричної статистики, який на відміну від параметричного підходу не закладає у модель очікувань у формі взаємозв'язків змінних і дозволяє робити висновки про взаємозв'язок всіх задіяних змінних між собою. Показниками фінансового розвитку це дослідження враховує співвідношення банківського кредиту до ВВП (як показник розміру фінансового сектора), композитний показник доступності фінансових послуг, дохідність капіталу та частку непрацюючих кредитів у загальному обсязі кредитів (як показник операційної ефективності). Показниками розвитку інституційного середовища використовуються індекс глибини кредитної інформації та показник легальних прав позичальників із рейтингу *Doing Business*, та показники політичної стабільності та контролю за корупцією із матеріалів Світового банку. Всього було досліджено 37 країн, з них у шести країнах вплив інституційних факторів визначено як сильний, у дев'яти – помірний, у решти – слабкий. Інституційні фактори визначено більш-менш однаково вагомими у своєму впливові на розвиток фінансового сектора, однак серед фінансових факторів дохідність та оперативна ефективність (*ROE* та *NPL*) характеризували розвиток фінансового сектора більшою мірою, ніж фінансова глибина та доступ до фінансових ресурсів. Таким чином, інституційні реформи більшою мірою мають впливати на фінансову глибину і доступ до фінансових ресурсів.

Аналіз наявної літератури, присвяченої взаємозв'язку інституційного середовища із рівнем розвитку фінансової системи, дозволяє зробити ряд **висновків**. Зокрема, більшість підходів, які використовуються для аналізу

взаємозв'язку розвитку інституційного середовища на розвиток фінансового сектора, базуються на гіпотезі або функціональній формі, які не є основою теоретичної моделі. Здебільшого, базисом таких моделей є загальні передбачення, що розвиток інституцій має позитивно впливати на розвиток фінансової системи. Відбір змінних до моделей очевидно ґрунтується на доступних у відкритих джерелах даних, зокрема, індексах державного управління, які публікуються Світовим банком. Інколи, у разі, коли передбачений взаємозв'язок не існує в моделі, автори все одно роблять висновок про його існування де-факто і дають рекомендації щодо необхідності здійснення регуляторних заходів для збільшення статистично незначущої змінної із очевидним очікуванням, що приведе до набуття нею статистичної значущості (наприклад, див. дослідження Кляйна і Олівеї (*Klein, Olivei, 2005*)). В інших випадках питання визначає напрям взаємозв'язку (зокрема дослідження Хана та ін. (*Khan, Khan, Zuojun, 2020*)), зокрема негативний вплив прозорості демократичних інститутів на фінансовий розвиток. Звичайно, можливою є ситуація, коли деяка непрозорість у функціонуванні демократичних інститутів у країні дозволяє помітно розширити обсяги банківського кредитування (яке розглядається як показник розвитку фінансової системи) у вигляді хабарництва або лобіювання, адже йдеться про емерджентні країни із слабкими інституціями, але розглянуте дослідження не містить даних, які могли б підтримати таку гіпотезу, а саме пояснення такого зафіксованого зв'язку випускається.

Щодо показників, які використовуються у розглянутих дослідженнях, можна констатувати, що розвиток інституційного середовища оцінюється майже виключно через індикатори, які розраховуються Світовим банком. Інколи випускається частина з них, інколи вони агрегуються в один, але у тій чи іншій формі вони присутні майже у всіх дослідженнях. В окремих випадках до них також додаються показники з рейтингу Doing Business або показники інституційного розвитку, розраховані за методологією ICRG. Отже, інституційне середовище оцінюється за де-факто експертним методом за даними агрегованих опитувань про очікування. Альтернативних показників, які б були доступні у відкритих джерелах, наразі немає, а саме доступність даних є одним із основних обмежувальних факторів при проведенні подібних досліджень. Розвиток фінансової системи у більшості досліджених випадків оцінюється через один із стандартних показників фінансової глибини, зокрема частку банківського кредитування у ВВП або коефіцієнт монетизації. Цих показників часто недостатньо для констатації чіткого взаємозв'язку між інституційним розвитком та розвитком фінансової системи, а тому автори вимушені враховувати додаткові фактори, які характеризують не тільки потенційний обсяг фінансових ресурсів, але і доступ до них потенційних реципієнтів, зокрема частку підприємств із банківським кредитом або із відкритою кредитною лінією. Дослідження Анайтоса і Торояна (2009) також пропонує додатково враховувати дохідність та операційну ефективність фінансового сектора, що є найбільш повним під-

ходом до оцінки розвитку фінансового сектора у розглянутих дослідженнях, але і найбільш складним для розуміння.

Щодо взаємозв'язку розвитку фінансового сектора із рівнем інституційного розвитку, то можна констатувати таке:

1) у країнах, що розвиваються і у розвинених країнах на розвиток фінансової системи діє різний набір чинників: у перших основними чинниками є контроль за корупцією, якість державного регулювання і законодавства, а у других – відкритість зовнішній торгівлі, лібералізація руху капіталу та економічне зростання;

2) лібералізація руху капіталу не приводить до значного зростання або розвитку фінансової системи у країнах, що розвиваються;

3) рента від природних ресурсів чинить негативний вплив на фінансовий розвиток за умови відсутності сильних інституцій;

4) рівень розвитку інституцій, оцінений за методологією Світового банку, є значущим для розвитку фінансової системи, причому чим менш розвинутою є країна, тим більшим є очікуваний вплив;

5) вплив рівня інституційного розвитку на розвиток фінансової системи часто чиниться не (або не тільки) через показник фінансової глибини, але через інші показники розвитку фінансової системи.

Перспективними напрямками дослідження залишаються оцінка впливу інституційного розвитку на розвиток фінансової системи із використанням розширених дефініцій. Так, очевидно є недостатність стандартних показників фінансової глибини (коефіцієнт монетизації або частка банківських кредитів нефінансовим корпораціям) як показник розвитку фінансової системи, адже фінансова глибина характеризує лише її потенційний ресурсний потенціал. Доцільним є додаткове включення параметрів, які б характеризували активність фінансових посередників (наприклад, частка підприємств у країні із відкритими кредитними лініями), ефективність діяльності фінансових посередників (наприклад, частка проблемних кредитів в активах банків), а також врахування складових фінансової глибини, які не пов'язані напряму з банківським сектором (наприклад, капіталізації фондового ринку до ВВП або частки активів небанківського сектора до ВВП). Звичайно, як видно із опрацьованих джерел, кожен із наведених показників розвитку фінансової системи буде по-різному реагувати на зміни в інституційному середовищі, а тому доцільно агрегувати показники фінансового розвитку у один комплексний показник, наприклад, методом головних компонент.

Іншим перспективним напрямком дослідження взаємозв'язку інституційного і фінансового розвитку є його дослідження методом аналізу середовища функціонування на базі більш широкої статистичної вибірки із фокусом на країнах Європи, Азії та Америки, а також у розрізі їх рівня доходу, який може вважатись показником їх розвитку. Очевидним є те, що у більш чи менш розвинених країнах такий зв'язок проявляється по-різному, а тому і значущі висновки мають існувати як мінімум із урахуванням цієї специфіки.

Література

1. Бублик Є. О. (2018). Структурно-функціональна деформація фінансового сектора в економіці України. *Економіка і прогнозування*. № 2. С. 48–61. <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048>
2. Власенко М. О. (2012). Методичні підходи до дослідження розвитку фінансового ринку. *Інвестиції: практика та досвід*. № 12. С. 54–59.
3. Козюк В. В. (2019). Фінансова глибина: легше потонути, ніж пояснити. *Дзеркало тижня*. № 45. URL: https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasni-330610_.html
4. Abubakar A., Kassim S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*. Vol. 20. No. 4. P. 410–424. <https://doi.org/10.1504/GBER.2018.092754>
5. Anayiotos G., Toroyan H. (2009). Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *IMF working paper WPI/09/258*. <https://doi.org/10.5089/9781451874044.001>
6. Appiah M., Li F., Frowne D. (2020). Financial Development, Institutional Quality and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries. *Organizations and Markets in Emerging Economies*. Vol. 11. № 1(21). P. 6–17. <https://doi.org/10.15388/omee.2020.11.20>
7. Emenalo C., Gagliardi F., Hodgson G. (2018). Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*, 14: 2. P. 345–372. <https://doi.org/10.1017/S1744137417000042>
8. Khan H., Khan S., Zuojun F. (2020). Institutional Quality and Financial Development: Evidence from Developing and Emerging Economies. *Global Business Review*. P. 1–13. <https://doi.org/10.1177/0972150919892366>
9. Khan M., Abdulahi M., Liaqat I. et al. (2019). Institutional quality and financial development: The United States perspective. *Journal of Multinational Financial Management*. № 49. P. 67–80. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.001>
10. Klein M., Olivei G. (2005). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *NBER working paper series*, №7384. <https://doi.org/10.3386/w11112>
11. Le T.-H., Kim J., Lee M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: an empirical investigation. *Emerging markets finance and trade*. Vol. 52. Iss. 5. P. 1047–1059. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1103138>
12. Levine R. (1997). Financial Development And Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*. Vol. 35. No. 2. P. 688–727.
13. Saleem A., Sági J., Setiawan B. (2021). Islamic Financial Depth, Financial Intermediation, and Sustainable Economic Growth: ARDL Approach. *Economies*, 9 (2), 49. URL: <https://doi.org/10.3390/economies9020049>

Надходження до редакції 18 серпня 2021

Прорецензовано 28 серпня 2021

Підписано до друку 30 вересня 2021

References

1. Bublyk, Y. O. (2018). Structural and functional deformation of financial sector in Ukraine's economy. *Ekon. prognozuvannâ – Economy and forecasting*, 2, 48-61. <https://doi.org/10.15407/eip2018.02.048> [in Ukrainian].
2. Vlasenko, M. O. (2012). Methodical approaches to researching financial market development. *Investicii: praktyka ta dosvid – Investments: practice and experience*, 12, 54-59 [in Ukrainian].
3. Kozyuk, V. V. (2019). Financial depth: it is easier to drown than to explain. *Dzerkalo Tyzhnia – Mirror Weekly*, 45. Retrieved from https://zn.ua/ukr/finances/finansova-glibina-legshe-potonuti-nizh-poyasni-330610_.html [in Ukrainian].
4. Abubakar, A., Kassim, S. (2018). Institutional and macroeconomic determinants of financial development in the OIC countries. *Global Business and Economics Review*, 20, 4, 410-424. <https://doi.org/10.1504/GBER.2018.092754>

5. Anayiotos, G., Toroyan, H. (2009). Institutional Factors and Financial Sector Development: Evidence from Sub-Saharan Africa. *IMF working paper* WPI/09/258. <https://doi.org/10.5089/9781451874044.001>
6. Appiah, M., Li, F., Frowne, D. (2020) Financial Development, Institutional Quality and Economic Growth: Evidence from ECOWAS Countries. *Organizations and Markets in Emerging Economies*, 11, 1(21), 6-17. <https://doi.org/10.15388/omee.2020.11.20>
7. Emenalo, C., Gagliardi, F., Hodgson, G. (2018). Historical institutional determinants of financial system development in Africa. *Journal of Institutional Economics*, 14: 2, 345-372. <https://doi.org/10.1017/S1744137417000042>
8. Khan, H., Khan, S., Zuojun, F. (2020). Institutional Quality and Financial Development: Evidence from Developing and Emerging Economies. *Global Business Review*, 1-13. <https://doi.org/10.1177/0972150919892366>
9. Khan, M., Abdulahi, M., Liaqat I. et al. (2019) Institutional quality and financial development: The United States perspective. *Journal of Multinational Financial Management*, 49, 67-80. <https://doi.org/10.1016/j.mulfin.2019.01.001>
10. Klein, M., Olivei, G. (2005). Capital account liberalization, financial depth, and economic growth. *NBER working paper series*, 384. <https://doi.org/10.3386/w11112>
11. Le, T.-H., Kim, J., Lee, M. (2016). Institutional quality, trade openness, and financial sector development in Asia: an empirical investigation. *Emerging markets finance and trade*, 52, 5, 1047-1059. <https://doi.org/10.1080/1540496X.2015.1103138>
12. Levine, R. (1997) Financial Development And Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35, 2, 688-727.
13. Saleem, A., Sági, J., Setiawan, B. (2021). Islamic Financial Depth, Financial Intermediation, and Sustainable Economic Growth: ARDL Approach. *Economies*, 9 (2), 49. <https://doi.org/10.3390/economies9020049>

Received August 18, 2021

Reviewed August 28, 2021

Signed for printing on September 30, 2021