

ПОЛИТИЧЕСКАЯ ЭКОНОМИЯ ФИНАНСОВОГО РАЗВИТИЯ

МИХАИЛ СТОЛБОВ

МГИМО МИД России, Москва, Россия

Резюме

В статье рассматриваются политико-экономические факторы финансового развития. В большинстве эмпирических работ подтверждается, что политические институты положительно связаны с уровнем финансового развития. Проанализированы преимущества и недостатки наиболее популярных индикаторов уровня демократии и состояния политических институтов, прежде всего представленных в базе данных «Полития» (Polity IV). Статистическая значимость этих показателей оказалась выше, чем в случае альтернативных институциональных переменных, например правовых доктрин. Обсуждаются концептуальные основы этих количественных результатов. В частности, сопоставляются теория зависимости финансового развития от исторических условий и теория групп интересов. Согласно первой, причина политической нестабильности состоит в неэффективных институтах, сформировавшихся в колониях, которые осваивались так называемым экстрактивным способом. Теория групп интересов увязывает финансовое развитие с потенциальными рентами, которые могут получить сторонники и противники этого процесса. Кроме того, выявлены проблемы, не получившие достаточного внимания в данной исследовательской программе, например, взаимосвязь политических институтов и финансовой структуры как соотношения относительных ролей финансовых посредников и рынков в экономике. В этой связи отмечается, что консолидация демократических режимов повышает значимость фондового рынка в сравнении с банковской системой. Подчеркивается необходимость дополнительных усилий по изучению особенностей политической экономии финансового развития в ресурсозависимых экономиках, а также учет региональных различий в крупных странах с федеративным устройством. Оба направления развития исследовательской программы актуальны для России.

Ключевые слова:

финансовое развитие; политическая экономия; финансовая глубина; индекс демократии; группы интересов.

Развитие финансовых рынков и финансовых посредников (в первую очередь банковской системы и страхового сектора) в последние два десятилетия стало рассматриваться как самостоятельный фактор экономического роста. К настоящему моменту накоплен значительный объем как теоретических, так и эмпирических работ, раскрывающих механизмы взаимосвязи финансов и роста в реальном секторе [Levine 2005]. В этой связи закономерен ширящийся исследовательский интерес к факторам, определяющим динамику собственно финансового развития национальных экономик.

Их выявление и классификация представляют собой непростую методологическую задачу. С одной стороны, если финансовое развитие может предшествовать ускорению экономического роста, то должны быть и специфические причины этого подъема, не пересекающиеся с детерминантами экономического роста. С другой — современная теория экономического роста настолько многообразна и эклектична, что практически не оставляет пространства для самостоятельных факторов финансового развития. Об этом свидетельствуют имеющиеся варианты классификаций. В част-

ности, в работе Азали Вогуэ и Али Джамали [Voghouei, Azali, Ali Jamali 2011] приводится перечень, включающий в себя (1) особенности правовых доктрин; (2) качество институтов; (3) степень государственной вовлеченности в экономику; (4) уровень торговой и финансовой открытости и (5) политико-экономические факторы. Альтернативные классификации, по сути, составляют вариации на тему этого перечня, но не расширяют его [Cherif and Dreger 2014; Ben Naceur, Cherif, Kandil 2014; Hook Law, Shah Habibullah 2009; Huang 2010a].

В данной статье рассматривается совокупность политико-экономических факторов развития финансов. В частности, анализируется детерминирующая роль политических институтов и транзита к демократии. Обсуждаются теории, объясняющие формирование и логику развития этих эмпирических взаимосвязей, а также вопросы, не получившие достаточного освещения в рамках доминирующей исследовательской программы.

1

Анализ политико-экономических детерминант финансового развития подразумевает необходимость использования разнородных индикаторов. *Во-первых*, это динамические ряды показателей финансовой глубины, которые характеризуют масштаб финансовой деятельности относительно размера экономики в целом. Примерами таких индикаторов могут послужить доля банковского кредита (или активов банковской системы) в ВВП или отношение капитализации рынка акций к ВВП. Хотя эти показатели не относятся к стандартным макроэкономическим переменным, они опираются на официальную статистику. База данных Мирового банка по глобальному финансовому развитию (Global Financial Development Database) дает весьма качественное представление о динамике финансового развития по основным государствам и территориям с 1960 по 2012 годы. При этом чаще всего финансовое развитие аппроксимируется именно долей банковского кредита в ВВП.

Во-вторых, речь идет о специальных индикаторах состояния политических институтов. Преимущественно это тем или иным образом сконструированные и/или обработанные экспертные оценки. Длительность этих временных рядов существенно меньше, чем в случае показателей финансовой глубины. Кроме того, отсутствует база данных индикаторов политических институтов, которая признавалась бы эталонной для проведения эмпирических исследований.

При изучении политико-экономических детерминант финансового развития лидер по частоте использования – база данных *Polity IV* («Полития»). Она позволяет фиксировать долгосрочные изменения в политических режимах, начиная от -10 (институционализированный авторитарный режим) до $+10$ (институционализированная демократия) на основе выделения агрегированного индекса с помощью метода главных компонент. Благодаря своему страновому и временному охвату эта база удобна для построения эконометрических моделей временных рядов с использованием панельной структуры данных. Определенные нарекания вызывают весовые коэффициенты, приписываемые отдельным переменным при агрегировании. Впрочем, подобная критика типична для индикаторов, которые вычисляются на основе методов факторного анализа. Насколько известно, политологи, причем не только использующие количественные методы и модели, в целом положительно оценивают базу *Polity IV* [Токарев 2014]. В то же время индикаторы *Polity IV* не очень тесно коррелируют с восприятием уровня развития демократии населением рассматриваемых стран [Камоликова 2013].

Вслед за *Polity IV* пристроилось семейство индексов *Freedom House*, которые более субъективны по методологии, хотя и дают репрезентативный временной срез, благодаря длительности публикации. В исследованиях политико-экономических детерминант финансового развития также используется индекс социально-политической стабильности, предложенный

Альберто Алесино и Роберто Перотти [Alesina, Perotti 1996]. Это средний показатель за период 1960–1982 годы, учитывающий число убийств по политическим мотивам, количество реализованных попыток государственных переворотов, процент жертв массовых убийств от общей численности населения. Кроме того, иногда учитываются индикаторы, построенные на опросах топ-менеджеров транснациональных корпораций и выявляющие их восприятие политической стабильности в различных странах. В частности, применяются показатели швейцарской бизнес-школы IMD и Всемирного экономического форума. Перечисленные информационно-статистические источники уступают базе *Polity IV* по степени охвата стран и территорий и длительности временных рядов.

2

Изучение эмпирических работ, изучавших соотношение политических институтов, демократического транзита и финансового развития, не дает однозначной картины, хотя в них отмечается некоторое преобладание результатов, фиксирующих положительную взаимосвязь между ними. Так, исследователи МВФ выявили свыше 210 эпизодов ускорения финансового развития в различных странах мира в 1960–2010 годах, из которых лишь 25% привели к формированию высокоразвитого финансового сектора, тогда как в подавляющем большинстве случаев имелся краткосрочный эффект, либо в конечном итоге экономика оказывалась в финансовом кризисе [Quintyn, Verdier 2010]. В рамках данного исследования стабильность политических институтов оказывается ключевым фактором, обеспечивающим переход от эпизодов ускоренного финансового развития, как правило связанных с целенаправленными программами либерализации внутреннего регулирования и/или движения капитала, к высокоразвитым финансовым системам. В 56% случаев этот переход имел место в странах, характеризовавшихся агрегированным индексом *Polity IV*, равным +6 и выше. Перечень крупных государств, где

первоначальное ускорение финансового развития оказалось реверсивным, включает Нигерию, Филиппины, Индонезию, Венесуэлу, Иран.

В работе Янга [Yang 2011] показано, что оценка взаимосвязи политического и финансового развития может быть чувствительной к используемым эконометрическим методам и структуре данных. На уровне перекрестной выборки по 120 странам между агрегированным индексом *Polity IV* и долей банковского кредита в ВВП прослеживается положительная связь, которая исчезает при панельной структуре данных. Согласно другим исследованиям [Huang 2010b], наиболее ощутимое воздействие на финансовое развитие оказывает улучшение политических институтов в странах со средним и низким уровнем дохода на душу населения. При этом глобализация может служить внешней движущей силой демократизации в таких экономиках и оказывать косвенное положительное влияние на финансовое развитие. На это обращают внимание Хук Ло, Бун Тан и Азман-Сэйни [Hook Law, Boon Tan, Azman-Saini 2015], изучив опыт стран Восточной Азии. Напротив, в выборке, состоящей только из африканских государств, лучших результатов в финансовом развитии добились страны с авторитарными режимами [Asongu 2014].

В исследовании 2013 г. [Mukherjee, Dutta 2013] предпринята оригинальная попытка изучить совместное влияние политических институтов и особенностей национальных культур на уровень финансового развития. В качестве переменной, отражающей национальную специфику, был использован сводный индекс, построенный по данным опроса *World Values Survey*. Этот показатель отражает уровень доверия, «покорности», способности влиять на происходящие события и взаимного уважения. В результате был выявлен комплементарный характер воздействия политических институтов и национальной культуры на финансовое развитие после достижения некоторого критического значения в развитии политических институтов. Авторы приводят при-

мер Мексики и Испании, для которых агрегированный индекс *World Values Survey* принимает близкие значения (3.91 и 4.4 по 10-балльной шкале). Однако из-за значимых различий в уровне развития политических институтов (+3.9 и +6 по шкале *Polity IV* соответственно) фактор культуры оказывает положительное влияние на финансовое развитие только в случае Испании.

Мэндон и Мэтоннат [Mandon, Mathonnat 2014] отмечают, что сам по себе демократический режим не гарантирует положительного воздействия на показатели финансовой глубины. Важно принимать во внимание форму правления и особенности территориально-административного устройства. Эти авторы приходят к выводу, что демократизация в сочетании с парламентской республикой и федеративным устройством создают наиболее благоприятные условия для финансового развития. Проанализировав опыт латиноамериканских стран 1965–2006 годов, Мэнальдо и Йо [Menaldo, Yoo 2015] отмечают, что более тесная положительная связь между уровнем демократичности и финансовой глубиной наблюдается в государствах, которые существенно изменили или приняли новые конституции после падения диктаторских режимов.

3

Каков механизм влияния политических институтов и демократизации на финансовое развитие? На этот счет имеется несколько теорий. Первая увязывает финансовое развитие с историческими условиями, которые были характерны для изучаемой страны в колониальном прошлом. Такой подход развивает более общую теорию зависимости экономического роста страны на современном этапе от исторических условий, которая была выдвинута в исследованиях Ачемоглу, Джонсона и

Робинсона [Acemoglu, Johnson, Robinson 2001] и Энгерманна и Соколоффа [Engermann, Sokoloff 2002]. В соответствии с ней первопричина политической нестабильности состоит в неэффективных институтах, сформировавшихся в колониях, которые осваивались так называемым экстрактивным способом. Последний подразумевал жестокую эксплуатацию местного населения относительно узкой по составу колонизаторской элитой из европейских стран. Очевидно, что при таких исходных условиях право на защиту частной собственности, широкие избирательные права и другие либеральные свободы не могли получить должного развития в течение длительного времени. Напротив, эффекты, препятствующие становлению «нормальных» институтов, накапливались и искажали их функционирование уже в постколониальный период. В результате государства, расположенные в настоящее время на территориях, которые осваивались экстрактивным способом, унаследовали неблагоприятный нормативно-институциональный фон для политического развития. Этот же фон, в свою очередь, блокирует совершенствование финансовых рынков и посредников.

Рой и Зигел [Roe, Siegel 2011] привели эмпирическое обоснование описанного механизма. Они осуществили эконометрическое исследование выборки, насчитывавшей 85 стран, и обнаружили, что политическая нестабильность является наиболее устойчивой институциональной причиной, сдерживающей финансовое развитие. Статистическая значимость политической нестабильности в различных регрессионных моделях превышает значимость типа правовой доктрины (англо-саксонской, французской, скандинавской, германской)¹. Велика значимость политико-институциональной детерминанты по сравнению с правовой подчеркивается и в исследовании Марселин и Матур [Marcelin,

¹Благодаря работам Ла Порты, Лопец-де-Силанез, Шлейффер, Вишни [La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny 1997; 1998], правовые доктрины были ранжированы по степени «благоприятности» для финансового развития. Прецедентное право, положенное в основу англо-саксонской доктрины, считается наиболее восприимчивым к инновациям, в том числе, финансовым. Оно также обеспечивает наилучшее выполнение контрактных обязательств и защиту акционеров. Таким образом, англо-саксонская

Mathur 2014]. Таким образом, степень защиты прав собственности, корректное правоприменение в сфере контрактных обязательств, а также защита прав кредиторов и акционеров, которые традиционно ассоциировались с особенностями национальных правовых доктрин, согласно теории зависимости финансового развития от исторических условий, главным образом зависят от уровня политической стабильности.

Концепция зависимости финансового развития от исторических условий, разумеется, не лишена рационального зерна, но далека от универсальности. Она оставляет за скобками противоречивый характер финансового развития в развитых странах, которые выступали в качестве метрополий. Кроме того, вызывает вопросы адекватность эконометрических моделей и отдельных объясняющих переменных, которые применяются для ее эмпирической «поддержки»².

Вторая теория представляет финансовое развитие как результирующую деятельности различных групп интересов. Этот подход связан с исследованиями Р. Раджана и Л. Зингалеса [Rajan, Zingales 2004]. Они привели ряд исторических примеров, когда финансовое развитие целенаправленно сдерживалось или вовсе подавлялось из-за специфических предпочтений элит. В частности, в Японии в 1930–1940-х годах привлечение внешнего финансирования с помощью эмиссии корпоративных облигаций было практически полностью вытеснено банковским кредитом. Такой способ

финансирования промышленных корпораций, по-видимому, был удобнее для поддержания более жестких, иерархичных связей внутри финансово-промышленных групп, во главе которых находились банковские институты.

Сложившиеся финансово-промышленные группы, обладающие доминирующим рыночным положением, зачастую препятствуют ускорению финансового развития из-за опасения доступа к внешнему финансированию компаний-конкурентов. Государственные чиновники также могут не быть заинтересованы в финансовом развитии, если есть возможность частично переложить макроэкономические проблемы (в первую очередь, значительное бремя внутреннего государственного долга) на крупные промышленные и финансовые компании, которые будут директивно держать этот долг на своих балансах. Существуют и иные проявления политики финансовой репрессии, когда правящая элита, по сути, превращается в одну из групп интересов, препятствующих развитию финансовых рынков и посредников. Влияние групп интересов находится в обратной зависимости от внешнеторговой открытости национальной экономики и отсутствия ограничений на движение капитала [Baltagi, Demetriades, Hook Law 2009]. Помимо этих общеэкономических факторов, необходимо учитывать неоднородность групп интересов, противодействующих финансовому развитию, наличие в их составе субъектов, чья собственная зависимость от внешнего

доктрина является наиболее благоприятной для финансового развития, особенно, в части фондовых рынков. Противоположный полюс занимает французская правовая доктрина, которая ориентирована на детальную кодификацию норм и наделяет государство особым статусом в хозяйственных спорах. Это делает ее менее гибкой для внедрения инновационных финансовых услуг и ускорения финансового развития в целом. Скандинавская и германская доктрины занимают промежуточное положение.

В последние годы концепция правовых доктрин как фактора финансового развития подвергается серьезной критике, поскольку не учитывает динамического взаимодействия между правовыми нормами и финансами, возможных обратных связей, когда финансовое развитие вынуждает адаптировать право к новым хозяйственным реалиям.

²В частности, экстравагантно выглядит гипотеза зависимости финансовой глубины экономики от исторического опыта государственности (state antiquity), выдвинутая в работе [Ang 2013]. Автор использует в качестве ключевой объясняющей переменной индекс существования государственности на географической территории 151 современной страны с 1 по 1950 годы н.э. В этом ряду, хотя все же более убедительная по замыслу, стоит попытка объяснить недостаточность современного финансового развития ряда стран Юго-Восточной Европы принадлежностью их территорий Османской империи в Средние века [Grosjean 2011].

финансирования возрастает [Весегга, Cavallo, Scartascini 2012]. В этой связи Браун и Раддатц [Braun, Raddatz 2008] показывают, что уровень финансового развития зависит от соотношения рента, которые получают лоббисты и противники этого процесса. Таким образом, усиление политической конкуренции на выборах различного уровня [Girma, Shortland 2007], большая открытость экономики и увеличение доли секторов, характеризующихся существенной зависимостью от внешнего финансирования, в структуре ВВП, – ключевые детерминанты финансового развития, когда оно рассматривается сквозь призму теории групп интересов.

4

В рамках политической экономии финансового развития имеется ряд вопросов, которые несмотря на их актуальность до сих пор не получили достаточного освещения в эмпирических работах.

В большинстве исследований финансовое развитие ассоциируется с показателем кредитной глубины экономики – долей банковского кредита в ВВП. Вместе с тем есть государства, где приоритетное значение принадлежит фондовому рынку, а не банковскому сектору. Причем к их числу относятся не только США, но и развивающиеся страны (Мексика, Чили). Однако работы, в которых бы оценивалась взаимосвязь политико-экономических факторов с рынком ценных бумаг либо, шире, со структурным соотношением банковской системы и фондового рынка, практически отсутствуют. Нам известны лишь два исследования.

Франсис и Офори [Francis, Ofori 2015] отмечают, что демократизация оказывает разнородное влияние на развитие рынка ценных бумаг: в начальный период демократического транзита оно может быть негативным, но по мере консолидации политических институтов трансформируется в положительное. Бхаттачарийя [Bhattacharyya 2013] указывает на опережающий рост значения рынка ценных бумаг по сравнению с банковским сектором по мере укрепления

демократии. Обе работы фиксируют лишь количественные результаты, не предлагая новых концептуальных объяснений взаимосвязи политических институтов и уровня развития фондового рынка.

Магистральной в этом отношении остается гипотеза, согласно которой демократизация в странах с мажоритарной системой выборов с большей вероятностью приводит к доминированию рынка ценных бумаг над банками, так как она в большей степени ориентирована на защиту прав акционеров, чем пропорциональная. Авторы недавнего исследования на эту тему [Degryse, Lambert, Schwienbacher 2014] попытались доказать это утверждение от противного. В нем показано, что снижение избирательного ценза и большее внимание партий к интересам медианного избирателя, как правило, не очень состоятельного, делает приоритетным развитие банковского сектора, а не рынка ценных бумаг.

Наличие значительных природных богатств и соответствующая внешнеторговая специализация стран также могут играть заметную роль в политической экономии финансового развития. Бхаттачарийя и Ходлер [Bhattacharyya, Hodler 2014] отмечают, что так называемое ресурсное проклятие негативно сказывается на правоприменении в сфере исполнения контрактов вследствие коррупции. Соответственно, оно отрицательно влияет и на финансовое развитие, если политические институты слабы и неспособны противодействовать рентоориентированному поведению элит. Согласно работе Куроннена [Kurronen 2015], финансовое развитие начинает испытывать негативное влияние ресурсного фактора, когда доля минерального сырья в совокупном экспорте превышает 40%. Кроме того, отмечается, что финансовая система, ориентированная на обслуживание ресурсного сектора, неэффективна для поддержки малых и средних компаний.

* * *

Несмотря на растущий объем исследований ресурсозависимых экономик, политико-экономический механизм угнетения

финансового сектора в таких странах изучен в недостаточной степени. Представляется, что исследование триады «ресурсная зависимость—политические институты—финансовое развитие» возможно на уровне не только межстрановых выборок, но и примеров отдельных государств, в том числе России, где доля минерально-сырьевой продукции в экспорте превышает 80%.

Недостаточно в политико-экономических исследованиях финансового развития учтены и внутристрановые различия. Значительные региональные диспропорции в качестве политических институтов и финансовой глубины могут проявиться при агрегированном анализе. Чем масштабнее экономика, тем более оправдан политико-экономический анализ финансового развития в региональном разрезе. В частности, Тринугроо, Агусман, Дарсоно, Ариефянто

и Татази [Trinugroho, Agusman, Darsono, Ariefianto, Tatazi 2015] демонстрируют статистически значимую взаимосвязь качества регионального управления и финансового развития на примере банковского сектора в индонезийских провинциях. Аналогичный анализ был бы актуален и для России. Оценка уровня демократии в российских регионах, проведенная Московским центром Карнеги, позволяет подступить к этой задаче [Петров, Титков 2013].

Так или иначе, очевидно, что финансовое развитие не изолировано от политических процессов и мотиваций участвующих в них акторов. Количественные исследования политико-экономических факторов финансового развития формируют перспективную исследовательскую программу со значительным междисциплинарным компонентом.

Список литературы

- Камоликова В.Р. Валидизация индексов демократии // *Бизнес. Общество. Власть*. 2013. №17. с. 47–61.
- Петров Н., Титков А. Рейтинг демократичности регионов Московского Центра Карнеги: 10 лет в строю. Московский Центр Карнеги, 2013. 46 с.
- Токарев А. Демократизация на постсоветском пространстве: опыт обобщения рейтингов // *Бизнес. Общество. Власть*. 2014. №19. с. 1–22.
- Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.A. The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*, 2001, volume 91, pp. 1369–1401.
- Alesina A., Perotti R. Income distribution, political instability, and investment. *European Economic Review*, 1996, volume 40 (issue 6), pp. 1203–1228.
- Ang J. B. Are modern financial systems shaped by state antiquity? *Journal of Banking & Finance*, 2013, volume 37, pp. 4038–4058.
- Asongu S.A. Finance and democracy in Africa. *Institutions and Economies*, 2014, volume 6 (issue 3), pp. 92–116.
- Baltagi B., Demetriades P., Hook Law S. Financial development and openness: evidence from panel data. *Journal of Development Economics*, 2009, volume 89 (issue 2), pp. 285–296.
- Becerra O., Cavallo E., Scartascini C. The politics of financial development: the role of interest groups and government capabilities. *Journal of Banking & Finance*, 2012, volume 36, pp. 626–643.
- Ben Naceur S., Cherif M., Kandil M. What drives the development of the MENA financial sector? *Borsa Istanbul Review*, 2014, volume 14 (issue 4), pp. 212–223.
- Bhattacharyya S. Political origins of financial structure. *Journal of Comparative Economics*, 2013, volume 41, pp. 979–994.
- Bhattacharyya S., Hodler R. Do natural resource revenues hinder financial development? The role of political institutions. *World Development*, 2014, volume 57, pp. 101–113.
- Braun M., Raddatz C. The politics of financial development: evidence from trade liberalization. *Journal of Finance*, 2008, volume 63 (issue 3), pp. 1469–1508.
- Cherif M., Dreger C. Institutional Determinants of Financial Development in MENA countries. *DIW Discussion Paper 1422*, 2014.
- Degryse H., Lambert T., Schwiendbacher A. The political economy of financial systems: evidence from suffrage reforms in the last two centuries. Mimeo. <http://ssrn.com/abstract=2315060>.
- Engerman S.L., Sokoloff K.L. Factor endowments, inequality and paths of development among new world economies. *Economia*, 2002, volume 3, pp. 44–71.
- Francis B.B., Ofori E. Political regimes and stock market development. *Eurasian Economic Review*, 2015, volume 5, pp. 111–137.

- Girma S., Shortland A. The political economy of financial development. *Oxford Economic Papers*, 2008, volume 60, pp. 567–596.
- Grosjean P. The institutional legacy of the Ottoman Empire: Islamic rule and financial development in South Eastern Europe. *Journal of Comparative Economics*, 2011, volume 39, pp. 1–16.
- Hook Law S., Shah Habibullah M. The determinants of financial development: institutions, openness and financial liberalization. *South African Journal of Economics*, 2009, volume 77 (issue 1), pp. 45–58.
- Hook Law S., Boon Tan H., Azman-Saini W.N. Globalisation, institutional reforms and financial development in East Asian economies. *World Economy*, 2015, volume 38 (issue 2), pp. 378–398.
- Huang Y. Determinants of financial development. London: Palgrave Macmillan. 2010a.
- Huang Y. Political institutions and financial development: an empirical study. *World Development*, 2010b, volume 38 (issue 12), pp. 1667–1677.
- Kurronen S. Financial sector in resource-dependent economies. *Emerging Markets Review*, 2015, volume 23, pp. 208–229.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. The legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, volume 52, pp. 1131–1150.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Law and finance. *Journal of Political Economy*, volume 106, pp. 1113–1155.
- Levine R. Finance and Growth: Theory and Evidence, Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), Handbook of Economic Growth, 2005, edition 1, volume 1, chapter 12, pp. 865–934 Elsevier.
- Mandon P., Mathonnat C. Forms of democracies and financial development. *Etudes et Documents* № 21, 2014, CERDI. http://cerdi.org/production/show/id/1619/type_production_id/1.
- Marcelin I., Mathur I. Financial development, institutions and banks. *International Review of Financial Analysis*, 2014, volume 31 (issue C), pp. 25–33.
- Menaldo V., Yoo D. Democracy, elite-bias and financial development in Latin America, 2015, forthcoming in *World Politics* <http://ssrn.com/abstract=2373287>.
- Mukherjee D., Dutta N. Do political institutions and culture jointly matter for financial development? A cross-country panel investigation. *Global Economy Journal*, 2013, volume 13 (issue 2), pp. 203–232.
- Quintyn M., Verdier G. “Mother, can I trust the government?” Sustained financial deepening – a political institutions view. *IMF Working paper WWP/10/210*, 2010.
- Rajan R., Zingales L. Saving capitalism from the capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity. Princeton University Press. 2004.
- Roe M.J., Siegel J.I. Political instability: effects on financial development, roots in the severity of economic inequality. *Journal of Comparative Economics*, 2011, volume 39, pp. 279–309.
- Trinugroho I., Agusman A., Darsono D., Ariefianto M.D., Tarazi A. Determinants of cross regional disparity in financial deepening: evidence from Indonesian provinces. *Economics Bulletin*, volume 35 (issue 2), pp. 1–15.
- Voghouei H., Azali M., Ali Jamali M. A survey of the determinants of financial development. *Asian-Pacific Economic Literature*, 2011, volume 25 (issue 2), pp. 1–20.
- Yang B. Does democracy foster financial development? An empirical analysis. *Economics Letters*, 2011, volume 112, pp. 262–265.

THE POLITICAL ECONOMY OF FINANCIAL DEVELOPMENT

MIKHAIL STOLBOV

MGIMO University, Moscow, 119454, Russia

Abstract

The article deals with political and economic determinants of financial development. Most empirical studies corroborate that there is a positive correlation between the quality of political institutions and financial development. The paper highlights the advantages and weak points of most widespread indices of democracy and other political variables based on the “Polity IV” database. These indicators exhibit higher statistical significance in comparison with alternative institutional proxies, e.g. legal origin. The article

discusses the theoretical concepts underlying the political economy of financial deepening. In particular, the paper juxtaposes the endowment and interest group theories of financial development. In line with the endowment theory, financial development may be hampered by political instability stemming from the inefficient institutions shaped during colonial times. The interest group theory puts forward that financial development depends on the relative rents that its proponents and adversaries can reap. Also, the paper identifies the issues that call for a more detailed investigation, e.g. the interrelation between political institutions and financial structure which is a measure of relative importance of financial markets and banks in an economy. In this regard, it is found that securities markets tend to be more important than banks in mature democracies. The paper also asserts that the political economy of financial development in resource-rich economies and regional disparities in big federations should be examined more carefully. Both avenues of research are relevant to the Russian economy.

Keywords:

financial development; political economy; financial depth; index of democracy; interest groups.

References

- Acemoglu D., Johnson S., Robinson J.A. (2001). The colonial origins of comparative development: an empirical investigation. *American Economic Review*. Volume 91, pp. 1369–1401. DOI: 10.1257/aer.91.5.1369
- Alesina A., Perotti R. (1996). Income distribution, political instability, and investment. *European Economic Review*, Vol. 40, Issue 6, pp. 1203–1228. DOI:10.1016/0014-2921(95)00030-5
- Ang J. B. (2013). Are modern financial systems shaped by state antiquity? *Journal of Banking & Finance*, Vol. 37, pp. 4038–4058. DOI:10.1016/j.jbankfin.2013.07.023
- Asongu S.A. (2014). Finance and democracy in Africa. *Institutions and Economies*, Vol. 6, Issue 3, pp. 92–116.
- Baltagi B., Demetriades P., Hook Law S. (2009). Financial development and openness: evidence from panel data. *Journal of Development Economics*, Vol. 89, Issue 2, pp. 285–296. DOI:10.1016/j.jdeveco.2008.06.006
- Becerra O., Cavallo E., Scartascini C. (2012). The politics of financial development: the role of interest groups and government capabilities. *Journal of Banking & Finance*, Vol. 36, pp. 626–643. DOI:10.1016/j.jbankfin.2011.10.017
- Ben Naceur S., Cherif M., Kandil M. (2014). What drives the development of the MENA financial sector? *Borsa Istanbul Review*, Vol. 14, Issue 4, pp. 212–223. DOI:10.1016/j.bir.2014.09.002
- Bhattacharyya S. (2013). Political origins of financial structure. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 41, pp. 979–994. DOI:10.1016/j.jce.2013.05.009
- Bhattacharyya S., Hodler R. (2014). Do natural resource revenues hinder financial development? The role of political institutions. *World Development*, Vol. 57, pp. 101–113. DOI:10.1016/j.worlddev.2013.12.003
- Braun M., Raddatz C. (2008). The politics of financial development: evidence from trade liberalization. *Journal of Finance*, Vol. 63, Issue 3, pp. 1469–1508. DOI: 10.1111/j.1540-6261.2008.01363.x
- Cherif M., Dreger C. (2014). *Institutional Determinants of Financial Development in MENA countries*. *DIV Discussion Paper* 1422.
- Degryse H., Lambert T., Schwienbacher A. (2014). *The political economy of financial systems: evidence from suffrage reforms in the last two centuries*. Mimeo, October 31. URL: <http://ssrn.com/abstract=2315060>.
- Engerman S.L., Sokoloff K.L. (2002). Factor endowments, inequality and paths of development among new world economies. *Economia*, Vol. 3, pp. 44–71. DOI: 10.1353/eco.2002.0013
- Francis B.B., Ofori E. (2015). Political regimes and stock market development. *Eurasian Economic Review*, Vol. 5, pp. 111–137. DOI: 10.1007/s40822-015-0018-5
- Girma S., Shortland A. (2008). The political economy of financial development. *Oxford Economic Papers*, volume 60, pp. 567–596. DOI:10.1093/oep/gpm040
- Grosjean P. (2011) The institutional legacy of the Ottoman Empire: Islamic rule and financial development in South Eastern Europe. *Journal of Comparative Economics*, volume 39, pp. 1–16. DOI:10.1016/j.jce.2010.05.003
- Hook Law S., Shah Habibullah M. (2009) The determinants of financial development: institutions, openness and financial liberalization. *South African Journal of Economics*, volume 77 (issue 1), pp. 45–58. DOI: 10.1111/j.1813-6982.2009.01201.x
- Hook Law S., Boon Tan H., Azman-Saini W.N. (2015) Globalisation, institutional reforms and financial development in East Asian economies. *World Economy*, volume 38 (issue 2), pp. 378–398. DOI: 10.1111/twec.12168

- Huang Y. (2010a) Determinants of financial development. London: Palgrave Macmillan.
- Huang Y. (2010b) Political institutions and financial development: an empirical study. *World Development*, volume 38 (issue 12), pp. 1667–1677. DOI:10.1016/j.worlddev.2010.04.001
- Kamolikova V. (2013). Validizacija indeksov demokratii [Verifying indices of democracy] // *Biznes. Obshchestvo. Vlast'*. No. 17. s. 47–61.
- Kurronen S. (2015) Financial sector in resource-dependent economies. *Emerging Markets Review*, volume 23, pp. 208–229. DOI:10.1016/j.ememar.2015.04.010
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1997). The legal determinants of external finance. *Journal of Finance*, volume 52, pp. 1131–1150. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1997.tb02727.x
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. (1998). Law and finance. *Journal of Political Economy*, volume 106, pp. 1113–1155. DOI: 10.1086/250042
- Levine R. (2005) Finance and Growth: Theory and Evidence, Handbook of Economic Growth, in: Philippe Aghion & Steven Durlauf (ed.), *Handbook of Economic Growth*, edition 1, volume 1, chapter 12, pp. 865–934 Elsevier.
- Mandon P., Mathonnat C. (2014) Forms of democracies and financial development. *Etudes et Documents* № 21, CERDI. http://cerdi.org/production/show/id/1619/type_production_id/1.
- Marcelin I., Mathur I. (2014) Financial development, institutions and banks. *International Review of Financial Analysis*, volume 31 (issue C), pp. 25–33.
- Menaldo V., Yoo D. (2015) Democracy, elite-bias and financial development in Latin America, forthcoming in *World Politics* <http://ssrn.com/abstract=2373287>.
- Mukherjee D., Dutta N. (2013) Do political institutions and culture jointly matter for financial development? A cross-country panel investigation. *Global Economy Journal*, volume 13 (issue 2), pp. 203–232. DOI: 10.1515/gej-2012-0028
- Quintyn M., Verdier G. (2010) "Mother, can I trust the government?" Sustained financial deepening – a political institutions view. IMF Working paper WP/10/210.
- Petrov N., Titkov A. (2013). *Rejting demokraticnosti regionov Moskovskogo Centra Karnegi: 10 let v stroju* [The rating of democracy in Russian regions by Moscow Carnegie Centre]. Moskovskij Centr Karnegi, 46 p.
- Rajan R., Zingales L. (2004) *Saving capitalism from the capitalists: unleashing the power of financial markets to create wealth and spread opportunity*. Princeton University Press.
- Roe M.J., Siegel J.I. (2011) Political instability: effects on financial development, roots in the severity of economic inequality. *Journal of Comparative Economics*, volume 39, pp. 279–309. DOI: 10.1016/j.jce.2011.02.001
- Tokarev A. (2014). *Demokratizacija na postsovetskom prostranstve: opyt obobshhenija rejtingov* [Democratization in Post-Soviet area: a generalization of ratings] // *Biznes. Obshchestvo. Vlast'*. No. 19. pp. 1–22.
- Trinugroho I., Agusman A., Darsono D., Ariefianto M.D., Tarazi A. (2015). Determinants of cross regional disparity in financial deepening: evidence from Indonesian provinces. *Economics Bulletin*, volume 35 (issue 2), pp. 1–15.
- Voghouei H., Azali M., Ali Jamali M. (2011) A survey of the determinants of financial development. *Asian-Pacific Economic Literature*, volume 25 (issue 2), pp. 1–20. DOI: 10.1111/j.1467-8411.2011.01304.x
- Yang B. (2011) Does democracy foster financial development? An empirical analysis. *Economics Letters*, volume 112, pp. 262–265. DOI:10.1016/j.econlet.2011.05.012