

# ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ, ФУНКЦИОНИРАНЕ И РОЛЯ НА ФИНАНСОВОТО ПОСРЕДНИЧЕСТВО КАТО ФАКТОР ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ

Д-р Александър Апостолов, [alexander.g.apostolov@gmail.com](mailto:alexander.g.apostolov@gmail.com)

Секция "Макроикономика"

Институт за икономически изследвания на БАН (ИИИ на БАН)

**Резюме:** Студията разглежда теоретичната връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж, като акцентира върху нарастващата роля на небанковото финансово посредничество (НБФП). За целта, критично са преосмислени основните теоретични направления, тематично най-значимите постановки и емпирични анализи на взаимодействието между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж, на структурирането на съвременната финансовата система и рисковете пред нея. Усилията са насочени към изследване посоката на имплицитното влияние на сектора върху икономическия растеж, както и дали то може да бъде обърнато или двупосочно. Дали комбинацията от финансови пазари и инвестиционни посредници, действащи в дадена икономика, влияят върху икономическия растеж и по какъв начин? Направен е опит за разширяване на дихотомните теоретични схващания за финансовата структура – като основно базирана на банките, а теоретичната схема, разширена, чрез добавяне на възгледа за съвременното структуриране, влияние и процеси в небанковата финансовата екосистема.

**Ключови думи:** финансово посредничество, финансови пазари и институции, икономически растеж

JEL: G20, N2, 04

## THEORETICAL FOUNDATIONS, FUNCTIONING, AND ROLE OF FINANCIAL INTERMEDIATION AS A FACTOR FOR ECONOMIC GROWTH

Alexander Apostolov, PhD, [alexander.g.apostolov@gmail.com](mailto:alexander.g.apostolov@gmail.com)

Macroeconomics Section

Economic Research Institute at BAS (ERI at BAS)

**Abstract:** The study examines the theoretical relationship between financial intermediation and economic growth, focusing on the growing role of non-bank financial intermediation (NBFIs). In order to accomplish this, the main theoretical strands, thematically the most significant propositions, and empirical analyses of the interaction between the development of financial intermediation and economic growth, the structuring of the modern financial system, and the risks it faces, are critically reexamined. Efforts are focused on exploring the direction of the sector's implicit influence on economic growth and whether it can be reversed or is bidirectional. Does the combination of financial markets and investment intermediaries operating in an economy affect economic growth, and if so, in what ways? The study seeks to extend the dichotomous theoretical conceptualizations of financial structure as primarily

banking while broadening the theoretical schema by incorporating the perspective of modern structuring, impact, and activities in the non-bank financial ecosystem.

**Keywords:** financial intermediation, financial markets and institutions, economic growth

**JEL:** G20, N2, 04

## ТЕОРЕТИЧНИ ОСНОВИ, ФУНКЦИОНИРАНЕ И РОЛЯ НА ФИНАНСОВО ПОСРЕДНИЧЕСТВО КАТО ФАКТОР ЗА ИКОНОМИЧЕСКИ РАСТЕЖ

Д-р Александър Апостолов, [alexander.g.apostolov@gmail.com](mailto:alexander.g.apostolov@gmail.com)  
Секция "Макроикономика"

Институт за икономически изследвания на БАН (ИИИ на БАН)

### Въведение

Въпреки че емпиричната литература за връзката между финансово посредничество, капиталовите пазари и растежа е на повече от четвърт век, мненията за това дали развитието на сектора стимулира икономическото развитие в причинно-следствен смисъл все още се разминават. Докато мнозинството изследователи твърдят, че през дългия исторически път приносят на финансовите пазари за икономическия растеж е „твърде очевиден за сериозна дискусия“ (Miller, 1998), други подлагат на критика тезата, застъпвайки мнението, че “значението на финансовите пазари за икономическото развитие е силно преувеличено в академичните дискусии” (Lucas, 1988). Вероятно именно в резултат на редица сходни мнения, след кризата през 2008 г. небанковите финансови институции (НБФИ) и компаниите опериращи на капиталовите пазари в частност, бяха открито обвинени за настъпилата криза, като „доверието на обществото към сектора рязко спадна” (Sapienza and Zingales, 2012), а регулаторните органи изведнъж узряха за идеята, че само чрез по-строга регулация на финансовата дейност може да се предотврати финансова криза от подобен мащаб, която да нанесе поражения на реалната икономика и в бъдеще. Така разбирането на взаимовръзката между икономическия растеж, небанковия финансов сектор и влиянието, което той може да окаже върху икономическата активност придоби първостепенно значение. За целта са представени в синтезиран вид основните теоретични направления и емпирични анализи на взаимодействието между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж, на структурирането на съвременната финансова система и рисковете пред нея. Критично са преосмислени тематично най-значимите постановки в икономическата теория и на извършените емпирични анализи в областта - в т.ч. възгледите за посоката на каузалността, интерпретирани като отразяващи двете страни на една взаимовръзка. Усилията са насочени към изследване посоката на имплицитното влияние на сектора върху икономическия растеж, както и дали то може да бъде обърнато или двупосочно. Дали комбинацията от финансови пазари и инвестиционни посредници, действащи в дадена икономика, влияят върху икономическия растеж и по какъв начин? Направен е опит за разширяване на дихотомните теоретични схващания за финансовата структура – като основно базирана на банките, а теоретичната схема - разширена чрез добавяне на възгледа за съвременното структуриране, влияние и процеси в небанковата финансовата екосистема и значението ѝ за икономическите процеси, акцентирайки върху растежа в частност.

Става ясно, че разбирането ни за връзката между развитието на финансовото посредничество и растежа се е развило заедно с обхвата и качеството на наборите от данни, които са станали достъпни за изследователите и които в крайна сметка обуславят хипотезите, които могат да бъдат проверени. В по-ранните етапи на емпиричната литература за развитието на финансовото посредничество и растежа

най-важните постижения са основно методологически, като с течение на времето изследователите започват да използват все по-сложни иконометрични методи за извличане на надеждни заключения основани на наборите от данни на национално и отраслово равнище. Напоследък, най-големият напредък в литературата е свързан с разпространението и подобряването на достъпа до набори от данни на микроравнище, именно поради това обсъждането на по-ранната литература за финансовото посредничество и растежа е съсредоточено около иконометричните подходи, а това на по-новата литература - около микромеханизмите, чрез които очакваме развитието на финансовото посредничество да окаже въздействие върху икономическия растеж.

В тази глава се прави преглед и критична оценка на емпиричните изследвания по тази тема, натрупани през последните десетилетия. Без да се претендира за изчерпателност, се представят основните механизми, чрез които финансовите пазари носят ползи за обществото, както и каналите, по които небанковото финансово посредничество може да влияе върху икономическия растеж, като се акцентира основно върху тези, които е най-вероятно да засилят своето влияние в бъдеще.

Прегледът на литературата в тази студия води до няколко основни извода: от една страна, по-голямата част от историческите данни потвърждават положителната връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж. Този извод е направен на базата на различни изследвания, в които са използвани съвременни и исторически данни, както и извадки от индустриализирани и нововъзникващи пазарни държави. Заключение е устойчиво на критики и е установено чрез различни иконометрични техники. По-нови изследвания обаче показват, че връзката между финансовото посредничество и растежа може да не е линейна. Проучванията установяват, че положителният ефект на финансовото посредничество върху растежа намалява след достигането на определено равнище на финансово развитие. Това може да се обясни с различни фактори, като например „изтичането на мозъци“ от реалния към финансовия сектор, компромиса между растежа и волатилността и разликата в стимулиращите растежа свойства на различните видове финансиране. Докато в по-ранната литература се твърди, че финансовата структура на дадена страна не оказва влияние върху икономическия растеж, то последните данни оспорват това мнение. С нарастването на дохода на глава от населението финансовата структура се измества към небанковото финансиране, което нараства по-бързо от банковото посредничество, особено в развитите страни. Пределният принос на банките за икономическия растеж намалява, докато този на капиталовите пазари и небанковите финансови посредници се увеличава, главно поради способността им да насърчават иновациите и производителността. Развитието на сектора на небанковото финансово посредничество може да има допълнителни социални въздействия извън икономическия растеж. Например засилената конкуренция между НБФИ е свързана с намаляване на неравенството в доходите и неравенството между половете. Въздействието върху инвестициите в човешки капитал обаче не е толкова ясно, като някои изследвания установяват увеличаване на търсенето на образование, а други - до намаляване.

## 1. Статистическа връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж

Идеята да се свържат финансовото посредничество и растежа в концептуален смисъл датира отпреди повече от век. В основата стоят два основополагащи приноса, на Bagehot (1873) който твърди, че по време на индустриалната революция в Англия финансовото посредничество е изиграло жизненоважна роля за „мобилизирането на капитала за мащабни проекти“. По сходен начин смята и Schumpeter (1912).

В изследването на Loayza и Ranciere (2006) се използва динамичната панелна оценка на обединените средни стойности, разработена от Pesaran и Smith (1995) и Pesaran, Shin и Smith (1999), за да се отчете хетерогенността на параметрите. Тази техника позволява да се изследват краткосрочните хетерогенни ефекти между държавите, като същевременно се налагат еднакви дългосрочни ефекти в целия панел. Основното предимство на този метод е способността му да разкрие диференцираното въздействие на финансовото посредничество върху растежа в отделните държави. Използвайки този подход, авторите установяват стабилна и положителна дългосрочна връзка между развитието на финансовото посредничество и растежа. Краткосрочната връзка обаче може да бъде отрицателна за много държави, което предполага, че бързото разрастване може да доведе до финансови кризи и намаляване на растежа. Тези резултати подкрепят общото заключение, че финансовото посредничество има положително въздействие върху растежа в дългосрочен план, като същевременно подчертават значението на внимателното управление и регулиране на финансовия сектор. По подобен начин Rousseau и Wachtel (2002) доказват, че връзката между финансовото развитие и растежа е чувствителна към инфлацията, като установяват, че задълбочаването на финансовото развитие вече не стимулира растежа, когато инфлацията надхвърли праг от около 11%.

Прилагайки тестове за причинно-следствена връзка на Granger в рамките на векторна авторегресия. Arestis и Demetriades (1997) разкриват взаимната връзка между финансирането и растежа. Резултатите от тяхното изследване предоставят доказателства за приноса на финансовото посредничество за икономическия растеж, но също така подчертават наличието на обратна причинно-следствена връзка. Друг пример в тази насока на изследване са Rousseau и Wachtel (1998), които използват данни от пет развити индустриализирани икономики (Канада, Норвегия, Швеция, Обединеното кралство и САЩ) като на основата на извадка за периода от 1870 г. до 1929 г. показват, че връзката финанси-растеж се обуславя основно от променливите на финансовото посредничество, които влияят върху растежа. Сходни доказателства са представени и от Neussler и Kugler (1998), но за страните участващи в Организацията за икономическо сътрудничество и развитие (ОИСР). От своя страна, Xu (2000) използва подход на основата на VAR в извадка от 41 държави за периода 1960-1993 г., като отхвърля хипотезата, че развитието на финансовото посредничество просто следва растежа на БВП. На свой ред, Demetriades и Hussein (1996) установяват, че посоката на причинно-следствената връзка между развитието на финансовото посредничество и растежа е и в двете посоки, особено в случая на развиващите се страни. Използвайки панелни данни от десет развиващи се страни, Christopoulos и Tsionas (2004) установяват, че дългосрочната причинно-следствена връзка е насочена от развитието на финансовото посредничество към растежа, отбелязвайки че няма доказателства за причинно-следствена връзка в обратната посока.

На свой ред, Rousseau и Wachtel (2000) в своя труд оценяват векторни авторегресии за 47 държави на основата на годишни данни за периода между 1980-1995 г. Резултатите им показват водещата роля на ликвидността на фондовия пазар и ролята на дейността на традиционните финансови посредници за растежа на производството на глава от населението. От своя страна, Fink, Haiss и Hristoforova (2003) използват тестове за причинно-следствена връзка на Granger и методи за коинтеграция в извадка от 11 развити държави за периода 1950-2000 г. и показват, че развитието на пазара на облигации е положително свързано с реалната икономическа активност. В сходна разработка Pradhan, Arvin, Bennett, Nair и Hall (2016) изследват причинно-следствената връзка между развитието на пазара на облигации и икономическия растеж в 35 държави за периода 1993-2011 г., като използват степента на емитиране на публични и частни облигации като косвен показател за развитието на пазара на облигации. Те използват панелен модел на векторна авторегресия, за да разкрият естеството на причинно-следствената връзка на Granger между двете променливи. Те установяват, че развитието на пазара на облигации може да бъде дългосрочен причинно-следствен фактор за икономическия растеж. Въз основа на теорията на растежа на Schumpeter, за да проверят ролята на рисковия капитал и частния кредит за стимулиране на инвестициите в нововъведения и знания, Ang и Madsen (2012) използват панелни данни от 77 държави за периода между 1965-2009 г. и установяват, че в държавите с по-развити финансови системи склонността към иновации е по-голяма.

## **2. От статистическа асоциация към причинно-следствена връзка**

Финансовото посредничество е ключов аспект на икономическия растеж и многобройни изследвания са се опитвали да установят връзката между променливите, като са използвали регресии на растежа в различни държави. Макар и да дават информация за силата на статистическата връзка между развитието на финансовото посредничество и растежа, проучванията, основани на регресия на растежа между страните, страдат от редица недостатъци, които са колкото сериозни, толкова и често критикувани, а именно: на първо място, практически е невъзможно да се отчетат всички вероятни детерминанти на икономическия растеж в регресиите между страните, което поражда серия от въпроси свързани с качеството на изходните данни, а оттам и отклонението вследствие на пропуснатите променливи. Второ, използването на обща факторна производителност като заместител на растежа на производителността не е достатъчно, за да се изключи възможността за обратна причинно-следствена връзка, тъй като стойностите ѝ могат просто да се увеличат в очакване на бъдещ растеж. Не на последно място, обобщаването на държави с различни равнища на финансово и икономическо развитие създава проблеми, свързани с хетерогенността на параметрите, които са критикувани от редица автори. Макар че регресиите на растежа между отделните страни предоставят ценна информация за връзката между финансовото посредничество и растежа, при тълкуването на резултатите от тях трябва да се отчетат и техните ограничения.

### *2.1. Политики за икономическа либерализация и растеж*

Връзката между финансовото развитие и икономическия растеж е широко изследвана, като резултатите често са разнообразни и противоречиви. Във връзка

с това изследователите непрестанно проучват нови иновативни техники и методи, за да осигурят по-стабилни и точни резултати, в т.ч. и хибриден подход, който съчетава техники за панелни данни и инструменти за финансово развитие и е една от обещаващите техники в тази област. Този подход е уникален с това, че отчита политиките, които екзогенно влияят върху степента на финансово развитие на дадена страна. Тези политики, например различните видове икономическа либерализация, играят решаваща роля за оформянето на финансовия пейзаж на дадена страна. Основно се застъпва тезата, че либерализацията на капиталовия пазар, либерализацията на кредитния пазар и други подобни политики могат да окажат значително въздействие върху финансовия сектор на дадена страна и в крайна сметка върху нейната икономика като цяло. Литературата по въпросите на финансовата либерализация и растежа е обширна и многостранна и един изчерпателен преглед би бил достоен за отделно изследване. Предвид това, в настоящата част ще се спрем единствено на онези изследвания, които са възприели хибридният подход и са го използвали, за да хвърлят светлина върху въздействието на политиките за финансова либерализация върху финансовото развитие и икономическия растеж.

Финансовата либерализация отдавна се счита за важен инструмент за икономически растеж, като много икономисти и политици се застъпват за по-голяма отвореност на финансовите системи като средство за насърчаване на инвестициите и стимулиране на икономическата активност. Неокласическата гледна точка за финансовата либерализация твърди, че чрез намаляване на цената на капитала и подобряване на разпределението на риска подобни политики ще доведат до по-големи инвестиции и следователно до по-високи равнища на икономическо производство, като този възглед се подкрепя и от редица емпирични изследвания. Например Beakaert, Harvey и Lundblad (2001, 2005) изследват извадка от 95 държави и установяват, че либерализацията на фондовия пазар води и до общо увеличение на годишния ръст на БВП на глава от населението с около половин до един процент. Сходни резултати са установени от Henry (2000, 2001, 2003), който анализира ефектите от финансовата либерализация в 12 латиноамерикански и източноазиатски държави през 80-те години на ХХ век. В допълнение към намаляването на цената на капитала финансовата либерализация може да спомогне и за преодоляване на финансовите ограничения, които ограничават инвестициите - Gilchrist и Himmelberg (1999) твърдят, че финансовите ограничения правят външното финансиране по-скъпо от вътрешното и могат да доведат до по-голяма чувствителност на инвестициите към паричните потоци. Финансовата либерализация може да спомогне за намаляване на тези ограничения като направи достъпен по-голям чуждестранен капитал, който от своя страна може да насърчи по-доброто корпоративно управление и защитата на инвеститорите. La Porta et al. (1997) твърдят, че по-доброто управление и защитата на инвеститорите ще насърчат развитието на финансовото посредничество, като по този начин ще допринесат за икономическия растеж.

Въпреки че използването на финансовата либерализация като инструмент за икономическо развитие предлага ценна алтернатива за решаване на проблемите, свързани с ендегенността, при изследванията на финансите и растежа в различни държави, като например отклонението на пропуснатите променливи и ненаблюдаваната хетерогенност на държавите, то не е лишено от критики. Интересно е, че проучванията дават разнопосочни резултати относно въздействието на финансовата либерализация върху растежа, като някои от тях

установяват положителен ефект (Quinn, 1997; Levine, 2001), други - липса на статистическа връзка (Grilli and Milesi-Ferretti, 1995), а трети - отрицателен ефект (Eichengreen and Leblang, 2003). Подобно пълно неразбиране по темата е често срещано явление, тъй като финансовата либерализация невинаги е екзогенно събитие. Правителствата могат да изберат да провеждат финансови реформи в периоди на благоприятни възможности за икономически растеж, което води до положителни корелации между финансовата либерализация и темповете на растеж - в този случай връзката може просто да се припише на изпреварващи ефекти.

Масата емпирични изследвания подкрепят мнението, че финансовата либерализация е важен фактор за икономическия растеж - като намалява цената на капитала, подобрява разпределението на риска и преодолява финансовите ограничения, финансовата либерализация може да спомогне за стимулиране на инвестициите, да насърчи по-доброто корпоративно управление и защитата на инвеститорите, както и да подпомогне развитието на финансовото посредничество. Въпреки че тези констатации са ценни, важно е да се отбележи, че финансовата либерализация е сложен процес и ефектите от подобни политики вероятно се влияят от редица фактори в различните държави - включително спецификата на институциите и политиките на всяка една страна, в т.ч. и от по-широкия икономически, политически и социален контекст, в който те функционират.

## *2.2. Канали на растежа*

В изследванията, които използват техники за оценка на причинно-следствената връзка между развитието на финансовото посредничество и растежа, често се обръща внимание и на каналите, по които развитието на финансовото посредничество влияе върху икономическата активност, като резултатите тук също са противоречиви.

Използвайки данни от 63 държави, Beck, Levine и Loayza (2000) установяват, че финансовите посредници оказват значително положително въздействие върху растежа на общата факторна производителност, което се отразява на общия растеж на БВП. Те обаче установяват, че дългосрочните връзки между развитието на финансовите посредници и растежа на физическия капитал и частните спестявания са слаби. Тези резултати са отразени в случая с финансовата либерализация от Bonfiglioli (2008), който същевременно предоставя емпирични доказателства от извадка от 70 държави, наблюдавани през периода 1975-1999 г. В неговото изследване на показателите за финансова отвореност резултатите показват, че финансовата интеграция има положителен ефект върху производителността, но въпреки това тя не оказва пряко влияние върху натрупването на капитал. Противно на тези констатации, Benhabib и Spiegel (2000) анализират балансиран панел от 90 държави за петгодишни периоди от 1965 до 1985 г. и доказват, че показателите за финансово развитие са свързани с ръста на общата факторна производителност и инвестициите. Те обаче признават, че показателите за финансово развитие, свързани с растежа на производителността, са различни от тези, които стимулират инвестициите. Струва си да се отбележи, че техните резултати са силно чувствителни към включването на фиксирани ефекти за страната, което предполага, че показателите за финансово развитие в труда биха могли да бъдат заместители на други по-широки характеристики на съответната страна. В продължение на тази работа,

Aghion, Angeletos, Banerjee и Manova (2010) анализират панел от 21 държави от ОИСР в периода 1960-2000 г. и показват, че делът на дългосрочните инвестиции в общите инвестиции е процикличен, когато фирмите са изправени пред кредитни ограничения. Те стигат до извода, че развитието на финансовото посредничество води до по-висок среден растеж чрез въздействието си върху цикличния компонент на инвестициите.

Използвайки същата методология и набор от данни като Beck, Levine и Loayza (2000, 2000), Rioja и Valev (2004) установяват, че в развиващите се страни развитието на финансовото посредничество засилва растежа най-вече чрез увеличаване темповете на натрупване на капитал, докато за разлика от тях в развитите икономики то допринася за растежа главно чрез ускоряване на темпа на производителността. Продължавайки изследванията в областта, Ang (2011) използва в своето проучване данни за патенти за научноизследователска и развойна дейност в 22 държави от ОИСР и 22 държави извън ОИСР за периода 1973-1995 г. и стига до заключението, че „развитието на финансовото посредничество улеснява натрупването на нови идеи”. Същевременно с това той показва, че прилагането на политики за финансови реформи (по-специално финансова либерализация) е отрицателно свързано с натрупването на знания. Подобно твърдение обаче противоречи на схващанията за ефектите от поголемите стимули за изобретяване/иновации чрез подобрен мониторинг и намалени морални рискове, но в същото време е в съответствие с теориите за т.нар. финансова репресия (вж. напр. Stiglitz, 2000). Продължавайки същата линия на проучвания Madsen и Ang (2016) използват данни от 21 държави от ОИСР за сравнително дълъг период (1870-2009) и установяват, че развитието на финансовото посредничество оказва положително въздействие върху растежа и то „по всички теоретични канали”, като тук по-специално се има предвид генерирането на идеи, спестявания, инвестиции в основен капитал и дори фактор като училищното образование.

Неминуемо връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж се превърна в предмет на множество изследвания, при които се използват регресии на растежа между отделните държави. Тези изследвания обаче имат ограничения, включително трудността да се отчетат всички детерминанти на икономическия растеж, възможността за обратна причинно-следствена връзка и хетерогенността на параметрите поради обединяването на държави с различни равнища на финансово и икономическо развитие. За да преодолеят тези ограничения, изследователите все по-често използват инструментални променливи, като съотношението на кредитите към БВП и правния произход на страната, за да изолират екзогенния компонент на развитието на финансовото посредничество и да получат по-точна оценка на причинно-следственото му въздействие върху икономическия растеж.

### **3. Индустиална структура и регионална хетерогенност като източници на вътрешнодържавна вариация**

Въпреки очевидния напредък, постигнат в изследването на финансовото посредничество и връзката му с икономическия растеж през последните няколко десетилетия, в повечето проучвания, които използват обобщени данни на национално равнище за измерване на въздействието, продължават да съществуват редица концептуални и иконометрични трудности. На първо място, съществуват и други фактори, които могат да окажат значително въздействие

върху растежа, като например склонността към спестяване или нагласите за поемане на риск, които е трудно да бъдат обхванати чрез променливи и пораждат опасения за потенциални отклонения от пропуснати променливи, в т.ч. може да се стигне до мултиколинearност в регресиите на растежа между държавите. Второ, промените на финансовите пазари, включително консолидация и спад на ликвидността, волатилността и цените на активите могат да се повлияят дори само от самото очакване на подобрен бъдещ растеж, което води до критики за обратна причинно-следствена връзка. В резултат на това остава необходимостта от нюансирано и задълбочено разбиране на сложната връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж. Използването на методите на панелните данни е свързано с трудности при решаването на проблема с обратната причинно-следствена връзка.

Същевременно, намирането на подходящ инструмент за анализ е предизвикателство поради редица ограничения: например някои инструменти, които изглеждат привлекателни от концептуална гледна точка, като например правният произход на държавата, нямат вариации във времето. От друга страна, политиките, които насърчават финансовата отвореност, може да не са напълно екзогенни по отношение на възможностите за растеж или да оказват въздействие върху растежа чрез нефинансови канали, като по този начин не отговарят на изискването да бъдат валиден инструмент. Това подчертава необходимостта от предпазливост и внимателно обмисляне на избора на инструменти за анализ на панелни данни. Освен това, проучванията в различните страни срещат трудности при изясняването на основните механизми, чрез които финансовото развитие води до икономически растеж. За да се справят с този проблем, някои изследвания се стремят да използват два източника на вътрешнодържавна променливост: индустриалната структура и регионалната хетерогенност. Първият подход предполага, че определени отрасли имат по-голяма склонност да реагират на промените в цените и наличието на финанси, като по този начин се дава възможност за елиминиране на смущаващите ефекти, които са общи за всички отрасли в рамките на една държава, както и за идентифициране на теоретичните пътища, чрез които финансовото посредничество влияе върху икономическия растеж. Вторият подход се фокусира върху конкретни географски единици, като например окръзи или региони, с предположението, че по-голямата част от съответните фактори са по-изявени в тези по-малки единици. Индустриалната структура се отнася до разпределението на различните видове отрасли в икономиката и степента, в която всеки отрасъл допринася за общото икономическо производство. Идеята тук е, че някои отрасли могат да имат по-висока естествена склонност да реагират на промените в цената и наличието на финансиране и като такива могат да помогнат за идентифициране на каналите, по които финансовото посредничество влияе върху икономическия растеж. Докато, регионалната хетерогенност се отнася до вариациите на икономическите и демографските характеристики в различните географски региони в рамките на една държава. Като се фокусира върху тесни географски единици като окръзи или региони, този подход предполага, че факторите, които са от най-голямо значение за връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж, са по-значими в тези по-малки единици.

В този смисъл, както индустриалната структура, така и регионалната хетерогенност се разглеждат като потенциални източници на вътрешнодържавна вариация, които могат да помогнат да се хвърли светлина върху връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж, както и върху

механизмите, чрез които финансовото развитие допринася за икономическия растеж.

### *3.1. Финансова зависимост и развитие на отраслово равнище*

Опитвайки се да преодолеят ограниченията на предишните изследователски подходи, Rajan и Zingales (1998) предлагат новаторски междусекторен и междудържавен подход. Авторите допускат, че ефективните финансови посредници могат да преодолеят неефективността на пазара и да намалят разликата между цените на външното и вътрешното финансиране, както и че отраслите, които разчитат в голяма степен на външно финансиране поради технологични причини, като например мащаба на проектите, качеството на информацията и съотношението между материалните и нематериалните активи, би трябвало да се възползват в по-голяма степен от развитието на финансовото посредничество. Авторите конструират референтен показател за зависимостта от външно финансиране на отраслово равнище като използват финансовите отчети на големи регистрирани дружества. Този показател има две основни предимства: от една страна, той не се влияе от съображения, свързани с търсенето и в същото време отразява използването на финансиране от страна на индустрията. Използвайки данни за растежа на добавената стойност в страните и отраслите, Rajan и Zingales проверяват дали секторите, които разчитат в по-голяма степен на външно финансиране, са склонни да растат по-бързо. Използвайки данни от 41 държави и 36 индустрии през 80-те години на XX в., както и емпирични заместители на развитието на финансовото посредничество (като частни кредити, капитализация на фондовия пазар и счетоводни стандарти), проучването открива силни доказателства в полза на тази хипотеза. Подходът на Rajan и Zingales (1998), който обхваща различни страни и отрасли, допринася за развитието на изследванията по много начини: на първо място, той потвърждава добре дефинираната теоретична връзка между финансовото посредничество и растежа и не на последно място включва както фиксирани ефекти за страната, така и фиксирани ефекти за отрасъла, за да отчете влиянието на ненаблюдаеми фактори, които са общи за всички отрасли в рамките на една страна (като например търсенето на стоки спрямо търсенето на услуги). Друга новаторска характеристика е включването на първоначалния дял на даден отрасъл за конкретна държава, което позволява на авторите да контролират ефектите на конвергенцията, при които отраслите с висок първоначален дял могат да имат по-бавен растеж.

Редица последващи изследвания потвърждават относително по-силния положителен ефект на развитието на финансовото посредничество върху растежа на отраслите, които зависят относително повече от външно финансиране. Например Claessens и Laeven (2003) показват, че диференцираният ефект на развитието на финансовото посредничество върху финансово зависимите отрасли е устойчив при отчитане на ефекта на институциите, свързани с правата на собственост, върху нематериално интензивните отрасли. От своя страна Braun (2003) показва, че развитието на финансовото посредничество е особено полезно за нематериално-интензивните сектори. В същото време, Guiso, Jappelli, Padula и Pagano (2005) потвърждават непропорционално по-голямото въздействие на развитието на финансовото посредничество върху растежа на финансово зависимите сектори в по-голяма извадка от 36 индустрии от 61 държави за периода 1980-1995 г. Използвайки данни от кръстосано сечение за 32

производствени отрасли в 20 държави, Svaleryd и Vlachos (2005) установяват, че държавите с добре функциониращи финансови системи са склонни да се специализират в отрасли, които са силно зависими от външно финансиране. Beck (2003 г.) използва данни на отраслово равнище, за да проучи връзката между зависимостта на фирмата от външно финансиране и нейните сравнителни предимства. Проучването анализира данни от 56 държави и 36 индустрии и установява, че държавите с по-добре развити финансови системи имат по-висок дял на износа и търговския баланс в индустриите, които използват повече външно финансиране.

Използването на междудържавен и междуетраслов подход с отраслов бенчмарк има както предимства, така и недостатъци при емпиричния анализ на ролята на развитието на финансовото посредничество за растежа на финансово зависимите отрасли. Основното предимство е, че инвестициите в една финансово развита страна би трябвало да отразяват очакваните промени в търсенето и производителността, които са отчасти глобални. Недостатъкът тук обаче е, че всеки специфичен косвен показател за зависимост от външно финансиране в даден отрасъл внася грешка в измерването при емпиричния анализ. Когато изходните параметри се основават само на данни от конкретна държава, се появяват редица проблеми, тъй като характеристиките на индустрията са отчасти специфични и за страната. Следователно специфичните за страната възможности могат да доведат до изкривена оценка на ролята на развитието на финансовото посредничество за растежа на финансово зависимите отрасли поради класическата грешка в измерването.

### *3.2. Реакция на секторните инвестиции спрямо възможностите за растеж*

В друга влиятелна статия Fisman и Love (2007) оспорват схващането, че външната финансова зависимост е най-подходящият показател за даден отрасъл. Вместо това те застъпват тезата, че финансовите пазари влияят върху индустриалния растеж в по-малка степен чрез намаляване на разходите за външно финансиране и в по-голяма степен чрез преразпределение на ресурсите към най-продуктивното им използване. Всъщност този аргумент не е нов и датира още от времето на Bagehot (1873) и Schumpeter (1912), които твърдят, че ефективните финансови институции ускоряват преразпределението на капитала към сектори, за които се очаква да растат по-бързо и следователно имат по-добри инвестиционни перспективи или възможности за растеж.

За да проверят тази хипотеза, Fisman и Love (2007) използват данни за ръста на продажбите на големи производствени предприятия, регистрирани на борсата в САЩ през 80-те години, за да конструират емпиричен показател за „възможности за растеж“. Аргументът зад този подход е, че темповете на растеж на финансово необременените фирми в САЩ са добър показател за потенциалния растеж на техните отрасли в световен мащаб. Впоследствие те използват същата съвкупност от данни и същия период от време като Rajan и Zingales (1998), за да проверят дали развитието на финансовото посредничество оказва непропорционално по-голямо въздействие върху растежа на отраслите, които са изправени пред добри перспективи за растеж. Резултатите показват, че финансово развитите държави имат по-бърз растеж на добавената стойност в отраслите с по-големи възможности за растеж. Освен това разликите в специфичните за отрасли възможности за растеж обясняват по-голяма част от вариациите в темповете на растеж в страните с различна степен на финансово

развитие, в сравнение с разликите в специфичната за отрасъла зависимост от външно финансиране. Така изследването на Fisman и Love (2007) показва, че въздействието на финансовите пазари върху индустриалния растеж надхвърля простото намаляване на разходите за външно финансиране. То подчертава важната роля, която финансовите институции играят в преразпределението на ресурсите към сектори с по-добри перспективи за растеж, което води до по-бързо нарастване на добавената стойност във финансово развитите страни.

Прилагайки малко по-различен подход, Fisman и Love (2004) откриват, че моделите на растеж на добавената стойност в промишлеността са по-тясно свързани при двойки държави със сходни нива на финансово развитие. В свой труд Wurgler (2000) използва различна емпирична стратегия, за да разгледа въпроса за разпределението на капитала в „секторите с добри перспективи“. Неговият анализ се състои от две основни части: първо, той използва данни за производството в 65 държави (които не са социалистически) за периода 1963-1995 г., за да разработи показатели на национално равнище. Това се постига чрез преоценка на растежа на секторните инвестиции по страни въз основа на растежа на добавената стойност, като се пренебрегват проблемите на ендегенността и качеството на данните и при допускането, че текущият растеж на производството е разумна репрезентация на бъдещата производителност. Аргументът на автора е, че инвеститорите би трябвало да са по-чувствителни към растежа на производството във финансово развитите страни. Във втората част той изследва дали при определени характеристики държавите с по-големи капиталови пазари проявяват по-голяма отзивчивост на инвестициите в отговор на растежа на добавената стойност. Основният извод на автора е, че финансово развитите страни показват по-бързо преразпределение на производствените ресурси към „бързо развиващите се сектори“, като по този начин подкрепят основната функция на финансовите системи, описана от Schumpeter (1912).

В друго изследване Hartmann, Heider, Papaioannou и Lo Duca (2007) използват данни от 28 производствени отрасли в 65 държави в периода 1963-2003 г., за да покажат въздействието на корпоративното управление, ефективността на правната система при разрешаването на конфликти, свързани с финансови трансакции, както и структурните характеристики на европейските банкови сектори върху растежа на капиталовите пазари. Те установяват, че тези фактори допринасят положително за растежа на капиталовите пазари, като по този начин увеличават скоростта, с която финансовата система преразпределя капитала от западащи и безперспективни сектори към такива със силен потенциал за растеж.

### *3.3. Алтернативни индустриални бенчмаркове и рационалност*

Няколко статии също така използват зависимостта на отраслите от инвестициите в научноизследователска и развойна дейност с цел да оценят причинно-следствения ефект на НБФИ върху растежа чрез способността на финансовите пазари да финансират иновативни идеи. Например Luina и Samaniego (2011) изследват редица технически характеристики, които според теорията биха могли да бъдат в основата на различията между отделните отрасли по отношение на необходимостта или способността им да привличат външно финансиране. Използвайки данни за 28 производствени отрасли в периода между 1970-1999 г., те установяват, че инициативите, които растат по-бързо в по-развитите във финансово отношение държави, показват по-голяма интензивност на инвестиции в научноизследователска и развойна дейност. Това предполага, че

добре функциониращите финансови пазари ефективно насочват ресурсите към отраслите, които се движат от разходи за научноизследователска и развойна дейност (НИРД), ориентирани към растеж. Струва си обаче да се спомене, че този подход е подложен на известна критика заради тесния си фокус върху връзката между инвестициите в НИРД и финансовото посредничество - тази връзка може да не обхване пълната картина на това как финансовото посредничество влияе върху икономическия растеж. Продължавайки теоретично идеята, Fisman и Love (2003) прилагат различен подход, като проверяват хипотезата, че имплицитното заемане под формата на търговски кредит може да осигури алтернативен източник на средства за фирмите в слабо развити финансови пазари. Използвайки набора от данни на Rajan и Zingales (вж. по-горе), те показват, че отраслите, които в по-голяма степен разчитат на финансиране чрез търговски кредит, показват по-високи темпове на растеж в държави с по-слаби финансови институции, като по-голямата част от ефекта идва от нарастването на размера на вече съществуващите фирми.

Навлизайки по-дълбоко от преди в междуфирмените разпределителни ефекти на развитието на финансовото посредничество, Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven, и Levine (2008) конструират отраслов бенчмарк въз основа на дела на малките фирми (в случая, тези с по-малко от 20 служители) и изказват хипотезата, че тъй като малките и „непрозрачни“ фирми се възползват най-много от намаляването на разходите за външно финансиране, развитието на финансовото посредничество би трябвало да има относително по-голям ефект върху отраслите, които по технологични причини са съставени предимно от малки фирми. Използвайки голяма съвкупност от данни за различни отрасли и държави, техните резултати са в съответствие с тезата, че развитието на финансовото посредничество оказва непропорционално положително въздействие върху малките фирми.

В неотдавнашна статия Strieborny и Kukenova (2016) изхождат от твърдението, че развитието на финансовото посредничество подпомага икономическия растеж като улеснява инвестициите, свързани с конкретни взаимоотношения между купувачи и доставчици на междинни стоки. Този аргумент е свързан с теоретичната литература, в която се твърди, че рационалните агенти инвестират недостатъчно в активи, чиято стойност е по-висока в рамките на дадена връзка отколкото извън нея (Grossman and Hart, 1986; Hart and Moore, 1990). Вследствие на това доставчикът не е склонен да предприема инвестиции, специфични за връзката, тъй като не може да наблюдава хоризонта на планиране на купувача. Инвестиционните посредници обаче могат да смекчат тази информационна асиметрия. Емпиричните резултати от 28 индустрии в 90 държави потвърждават, че индустриите, разчитащи на инвестиции, свързани със специфични взаимоотношения от страна на техните доставчици растат с по-бързи темпове в държави с добре развити финансови системи.

Най-слабият елемент тук е използването на класическото разбиране за „рационален икономически агент“, в класическия контекст на индивиди или организации, които вземат решения въз основа на рационални изчисления и оптимизация, доколкото в икономическата теория се приема, че те разполагат с пълна информация и вземат решения въз основа на максимизиране на своята полезност или печалба. Концепцията за рационалните икономически агенти е основна за традиционната икономика, която приема, че всички участници на пазара са рационални и вземат решения, които са в техен интерес. Дълги години

безалтернативна, концепцията се използва като основа за моделиране на пазарното поведение, както и за изготвяне на прогнози за това как индивидите и фирмите ще реагират на различни стимули и пазарни условия в многобройни изследвания. През последните години обаче валидността на това допускане беше оспорена от поведенческите финанси, които подчертават ограниченията на рационалността при обяснението на вземането на финансови решения в реалния свят.

Доколкото поведенческите финанси са нова област, която оспорва традиционното допускане, че икономическите агенти са рационални при вземането на решения, то тя включва и редица психологически и социологически фактори за обяснение на финансовото поведение на агентите. Тази перспектива обаче има сериозни последици за хипотезата за ефективните пазари (ХЕП), която твърди, че финансовите пазари са информационно ефективни, което на практика означава, че цените отразяват цялата налична информация и следователно не могат да бъдат надминати от средния инвеститор, т.е. липсва каквато и да е възможност за ценови арбитраж.

Една от основните критики към хипотезата за ефективните пазари е, че тя се основава на предположението за рационални агенти, които вземат решения въз основа на перфектна информация и пълна симбиоза с пазара. Изследванията в областта на поведенческите финанси обаче показват, че инвеститорите често се влияят от собствените си пристрастия, емоции и евристики, което води до систематични отклонения от рационалността.

Например проучванията показват, че индивидуалните инвеститори са склонни да реагират прекомерно на нова информация, което води от своя страна също до прекомерни движения на цените на активите (особено в контекста на капиталовия пазар), които не са напълно оправдани от основните фактори. Това явление, известно като „noise trader effect“, може да доведе до неефективни цени и пазарна дисфункция, от които могат да се възползват по-добре информираните инвеститори в сравнение с неинформираните. Освен това не е за подценяване и т.нар. „ефект на стадото“, който се проявява, когато инвеститорите следват решенията на другите, без сами да оценяват напълно информацията, което води до допълнителна пазарна неефективност. Освен това хипотезата за ефективните пазари предполага, че инвеститорите имат достъп до цялата релевантна информация и информацията се обработва обективно. Изследванията в областта на поведенческите финанси обаче показват, че инвеститорите често са подложени на пристрастия при обработката на информацията, като например пристрастие на „потвърждение“ или „закотвяне“, при което те са склонни да търсят и тълкуват информацията по начин, който подкрепя съществуващите им убеждения и игнорират всичко останало.

Предвид по-горните съображения, перспективата на поведенческите финанси предлага критична оценка на хипотезата за ефективните пазари, като подчертава ограниченията на предложенията за рационалност и съвършена информация и следва да бъде включвана като подход в бъдещи изследвания по темата. В допълнение подчертава и значението на отчитането на психологическите и социологическите фактори при вземането на финансови решения и осигурява по-нюансирано разбиране на финансовите пазари и тяхното поведение, което би било от изключителна полза на регулаторните органи, особено в ситуация на наслагващи се кризи.

### *3.4. Алтернативни измерители на икономическия растеж, индустриалната структура и ролята на рисковия капитал*

Използването на различни косвени показатели за измерване на развитието на финансовото посредничество позволи на икономистите да разберат по-добре връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж. Резултатите от тези изследвания показаха, че развитието на финансовото посредничество е положително свързано с икономическия растеж и индустриалната структура и предоставят ценни идеи на политиците и икономистите в усилията им да насърчават икономическия растеж и развитие.

Например, използвайки различни косвени показатели за измерване на развитието на финансовото посредничество Beck и Levine (2002) провеждат изследване, което потвърждава резултатите на Rajan и Zingales (вж. по-горе) за различни алтернативни измерители на икономическия растеж и индустриалната структура. Резултатите от тяхното проучване показват, че развитието на финансовото посредничество е положително свързано с икономическия растеж и индустриалната структура. Резултатите от това изследване, както и от други подобни изследвания, показват значението на финансовото посредничество за икономическия растеж.

От своя страна Carlin и Mayer (2000) подлагат на проверка литературата за предоговарянето, която твърди, че фрагментираните финансови системи и кредитни пазари са свързани с високорискови инвестиции в научноизследователска и развойна дейност, докато по-малко фрагментираните системи и пазари са свързани с най-вече дългосрочни инвестиции и то в по-зрели (за съответната система) отрасли. Използвайки извадка от 27 производствени отрасли в 18 държави за периода 1970-1995 г. авторите констатират наличието на силна връзка между фрагментацията на финансовите системи и растежа на отраслите финансирани със собствен капитал и отраслите, в които се използват интензивни умения. Важно е обаче да се отбележи, че това изследване е ограничено само до 27 производствени отрасли в 18 държави и може да не се отнася непременно за други отрасли и държави. Освен това, заключенията на авторите за връзката между фрагментацията и инвестициите в НИРД трябва да се разглеждат в светлината на потенциалната ендегенност на мерките за фрагментация и инвестициите в НИРД, както и на възможността за отклонение на пропуснатите променливи. Продължавайки същата линия на изследвания, Cetorelli и Gambera (2001) допълват първоначалната съвкупност от данни на Rajan и Zingales (1998) с данни за концентрацията на банковия сектор, като на тази основа предоставят допълнителни доказателства, че банковата концентрация насърчава растежа на промишлените сектори, които се нуждаят от външно финансиране, като улеснява достъпа до кредити на по-младите фирми. На свой ред Claessens и Laeven (2005) добавят към модела на Rajan и Zingales мярка за „степената на конкуренция в банковата система на дадена страна като фактор, който взаимодейства със секторна мярка за финансова зависимост“. Като използват променлива за взаимодействие между зависимостта на всеки отрасъл от външно финансиране и индекса на степента на конкуренция в банковата система на страната, те установяват, че „отраслите, които обикновено се нуждаят от повече външно финансиране, растат по-бързо в страни с по-конкурентни банкови системи“. Изследователите също така разглеждат и ефекта на финансовата либерализация върху растежа като използват рамката на Rajan и

Zingales, за да се справят с иконометричните опасения, свързани с обратната причинност и отклонението на пропуснатите променливи.

В сходно изследване, отчитащо ефекта от либерализацията на фондовия пазар върху растежа на индустрията, Gupta и Yuan (2009) на основата на извадка от 27 индустрии в 31 развиващи се пазари застъпват тезата, че либерализацията намалява ограниченията за финансиране. Те стигат до заключението, че отраслите, които са по-зависими от външни фактори и в същото време са изправени пред по-добри възможности за растеж, растат по-бързо след либерализацията. Интересното в случая е, че те също така установяват, че този ефект върху растежа изглежда се дължи на увеличаване на размера на съществуващите фирми, а не на навлизането на нови фирми с финансови ограничения.

В някои изследвания рамката на междуотрасловата регресия е приложена към въпроси, свързани с въздействието на пазарното финансиране върху растежа. Например в едно от основните си изследвания, Kortum и Lerner (2000) показват, че драматичното нарастване на финансирането с рисков капитал (през 80-те и началото на 90-те години на XX в.) е свързано със значително увеличение на темповете на индустриалните иновации. Контролирайки публичните и частните инвестиции в научноизследователска и развойна дейност, оценките на авторите показват, че докато съотношението между рисков капитал и научноизследователска и развойна дейност е било средно по-малко от 3 % за периода от 1983 до 1992 г., то рисковият капитал е допринесъл за около 8 % от промишлените иновации през същия този период. За да отчетат ендогенността на инвестициите в рисков капитал спрямо местните възможности за растеж, авторите въвеждат инструмент основан на промяна в политиката, свързана с правилото, което определя степента, до която пенсионните фондове могат да инвестират активите си в рисков капитал. Последните проучвания по темата обаче поставят под въпрос дали този резултат може да бъде пренесен в други емпирични условия от конкретните, доколкото междуотрасловата регресионна рамка е използвана в различни проучвания за изследване въздействието на пазарното финансиране върху икономическия растеж. Въпреки полезността си, при изследването на тази връзка е важно да се отбележи, че тази рамка сама по себе си не може да осигури цялостно и пълно разбиране на сложността, свързана с взаимодействието между пазарното финансиране и растежа - в т.ч. резултатите, получени от подобни изследвания, следва да се анализират и тълкуват в светлината на потенциални ограничения като качеството на данните, спецификацията на модела и възможността за обобщаване в различни държави и отрасли.

Именно на основата на подобни опасения, Hirukawa и Ueda (2008) разширяват извадката на Kortum и Lerner (2000) като потвърждават, че положителното въздействие на фондовете за рисков капитал върху иновациите все още е налице и дори се засилва в края на 90-те години, когато индустрията на тези фондове преживява безпрецедентен растеж във водещите икономики по онова време. Авторите обаче не установяват, че инвестициите в рисков капитал влияят върху растежа на общата факторна производителност, но за сметка на това констатираат, че инвестициите в рисков капитал са положително свързани с производителността на труда - това положително въздействие се дължи на технологичното заместване на труда с други производствени ресурси, като енергия и материали. Техните констатации показват, че на отраслово равнище инвестициите в рисков капитал увеличават склонността към патенти, но не е

задължително да подобрят ефективността на производството. По подобен начин, малко по късно Porov и Roosenboom (2013) установяват, че ефектът на рисковите инвестиции върху иновациите не се проявява, като изследването им се основава на по-голяма извадка от 21 европейски държави и се отнася за по-късен период (1991-2005). Оттук може да допуснем, че моделът за успех на американската индустрия на рисковите инвестиции през 80-те и 90-те години на XX в. не може лесно да бъде пренесен в друга държава.

Друг важен въпрос, свързан с тази дискусия, се отнася до въздействието на небанковото финансиране чрез НБФИ върху създаването на нови предприятия. Porov и Roosenboom (2013) изследват въздействието на пазарите на рисков капитал върху растежа, като използват база данни за 20 индустрии от 21 европейски държави за периода 1998-2008 г. Те намират убедителни доказателства, че инвестициите в рисков капитал влияят положително върху темпа на създаване на нови предприятия. Резултатите им предполагат, че при контролиране на характеристиките на страната и отрасъла, както и на ендогенността на рисковия капитал, рисковият капитал насърчава растежа като предлага на пазара нови идеи под формата на нови дружества. Важно е обаче да се отбележи, че тези констатации следва да се разглеждат и в контекста на съществуващите регулаторни ограничения в различни държави и отрасли. В изследването на Porov и Roosenboom (2013) резултатите не отчитат ролята на правителствените политики и регулации, които могат да играят съществена роля при формирането на пазара на рисков капитал и неговото въздействие върху създаването на нови предприятия.

### *3.5. Въздействие на поетапните политики за финансова либерализация върху регионалния икономически растеж*

В много страни се прилагат политики на поетапна финансова либерализация като средство за насърчаване на икономическия растеж. Тези политики включват постепенно отваряне на финансовия сектор за чуждестранна конкуренция и намаляване на държавната намеса на финансовите пазари. Въздействието на тези политики върху регионалния икономически растеж е тема, която предизвиква значителен интерес сред икономистите. Няколко изследвания показват, че финансовата либерализация може да има положително въздействие върху регионалния икономически растеж. Това е така, защото тя позволява по-голям достъп до кредитиране, което може да доведе до увеличаване на инвестициите и производителността. Освен това тя може да насърчи и конкуренцията, което да доведе до повишаване на ефективността и иновациите. Въздействието на политиките за финансова либерализация обаче може да варира в зависимост от специфичните характеристики на региона. Например някои региони може да имат по-слаби финансови системи и да са по-уязвими към външни сътресения. В такива случаи може да се наложи поетапните политики за финансова либерализация да се прилагат по-предпазливо. Освен това съществува и риск финансовата либерализация да доведе до увеличаване на финансовата нестабилност и неравенството, което може да има отрицателно въздействие върху регионалния икономически растеж. Ето защо е изключително важно внимателно да се обмислят потенциалните рискове и ползи от политиките за финансова либерализация преди да бъдат приложени. Политиките за поетапна финансова либерализация могат да имат положително въздействие върху регионалния икономически растеж, но ефектите могат да варират в зависимост

от специфичните характеристики на региона. В тази връзка от изключителна важност е внимателно да се преценят потенциалните рискове и ползи преди да се приложат такива политики.

През последните години бяха проведени значителни изследвания, насочени към изучаване на регионалната хетерогенност в рамките на една държава, която е резултат от поетапното прилагане на политики, насочени към насърчаване на развитието на финансовото посредничество. Възприетият емпиричен подход предполага, че ако един тясно определен географски регион в дадена страна приложи процедура, която намалява разходите за външно финансиране за фирмите и домакинствата десет години преди друг регион в същата страна, то първият регион ще изпита стимул за растеж преди втория.

Основополагаща тук е статията на Jayaratne и Strahan (1996), в която авторите използват различията във времето на дерегулацията на местните банкови пазари (в САЩ), за да оценят въздействието на конкуренцията във финансовия сектор върху растежа. Тъй като в случая става дума за поетапни и плавни промени в правната рамка, авторите имат възможност за контрол на ненаблюдаемите характеристики и тенденции в отделните щати и години. Оценките на авторите показват, че дерегулацията на банковия пазар в съответния щат се свързва с около 0,6 до 1,2% увеличение на реалния растеж на глава от населението (регионално, на ниво щат). Също така обаче се отбелязва, че повишението на растежа се дължи по-скоро на повишената производителност, отколкото на увеличените инвестиции. Авторите показват също така, че дялът на необслужваните кредити и отписаните вземания е намалял значително след реформите, като този дял е приблизително от -0,3% до -0,6%. От друга страна, Stiroh и Strahan (2003) показват, че финансовите реформи са довели до намаляване на нелихвените разходи и загубите по кредитните линии, което е довело до повишаване на ефективността и намаляване на цените на различните видове финансиране. Същевременно авторите твърдят, че наблюдаваното през периода нарастване на броя на сливанията и придобиванията във финансовия сектор е пряко следствие от проведените реформи, заключавайки, че консолидацията на финансовите фирми под различни форми позволява на сектора да се възползва от икономии от мащаб и предимствата на специализацията.

Макар и концептуално привлекателна като екзогенен политически експеримент, емпиричната структура, основана на поетапна финансова дерегулация, не е напълно освободена от иконометрични предизвикателства. Например, реформата в политиките и правната рамка (в подкрепа на конкуренцията) може да бъде обусловена и от очаквания за бъдещи възможности за растеж, които са ненаблюдаеми за иконометриката. В противовес на това Kroszner и Strahan (1999) твърдят, че дерегулацията се определя главно от относителната сила на конкретни „кръгове на влияние“, които вероятно ще се възползват от дерегулацията, а не от съображения за ефективност.

За да се справи с този проблем, Huang (2008) анализира промените в темповете на растеж, в случая, при съседни области - водейки се от идеята, че тъй като такива региони са непосредствено съседни, те вероятно са приблизително сходни (както по наблюдаеми, така и което е по-важно, по ненаблюдаеми условия) и съответно следват сходни икономически и правни пътища. В своя труд Huang (2008) показва, че основните резултати от дискутираното по-горе изследване на Jayaratne и Strahan (1996) продължават да са валидни дори при значително по-ограничена извадка, но отчитат, че размерът на въздействието на

финансовата дерегулация върху растежа намалява. Black and Strahan (2002) доказват, че дерегулацията е засилила конкуренцията, което пък от своя страна е насърчило предприемачеството - авторите наблюдават засилване на учредяването на нови фирми, като в същото време се увеличава и броят на предприятията като цяло. Според техните оценки след дерегулацията новосъздадените фирми са започнали да се увеличават с темпове около 4% до 8 % на годишна база. Малко по-късно, Cetorelli and Strahan (2006) прилагат методологията на Rajan и Zingales и показват, че тези реформи са имали по-голямо въздействие върху създаването на нови предприятия в отраслите, зависими от външно финансиране. От своя страна Kerr and Nanda (2009) установяват, че дерегулацията на финансовия сектор увеличава навлизането на нови фирми, но също така води и до по-високи нива на напускане сред новонавлизащите. Въпреки задълбочеността на въпросното изследване, не е добре изяснено дали печалбите от създаването на нови предприятия след дерегулирането се дължат на намалените разходи за външно финансиране. В тази връзка например, Zarutskie (2006) установява, че новосъздадените фирми заместват външния дълг с по-голямо количество собствен капитал и инвестират по-малко след дерегулацията. Erel (2011) пък предоставя доказателства, че малките кредитополучатели обикновено плащат по-ниски лихвени проценти на банките, които разширяват дейността си чрез сливания. Rice и Strahan (2010) установяват, че условията за отпускане на кредити на малкия бизнес се подобряват след премахването на ограниченията за клонове в различните региони.

Що се отнася до ефекта на финансовата дерегулация върху иновациите, данните са по-скоро разнопосочни. В своя труд Amore, Schneider и Zaldokas (2013) предоставят доказателства, че дерегулацията на финансовия сектор е благоприятствала иновациите на публичните фирми. За разлика от тях обаче, Cornaggia, Tian, и Wolfe (2012) намират обратното, а Hombert и Matray (2016) установяват, че вътрешнодържавната дерегулация е намалила иновациите на всички фирми. Същевременно, Chava, Oettl, Subramanian, и Subramanian (2013) твърдят, че от една страна, банковата дерегулация в държавата, която увеличава местната пазарна сила на банките, намалява нивото и риска от иновации на младите частни фирми. От друга страна, междудържавната банкова дерегулация, която намалява местната пазарна мощ на банките, увеличава равнището и риска от иновации на младите частни фирми.

Използвайки иконометричен подход, заимстван от т.нар. теория на портфейла, Acharya, Imbs, и Sturgess (2011) показват, че банковата дерегулация в САЩ е повишила ефективността на разпределението - в смисъл, че е довела до по-високи темпове на растеж в целия щат при едно и също ниво на волатилност на растежа. Michalski и Ors (2012) също изследват ефекта от дерегулацията върху търговските потоци между съседни щати. Техните оценки на разликата в различията показват, че търговският дял на двойките щати, които са разрешили междудържавно влизане, се е увеличил с поне 14 % за 10 години спрямо неинтегрираните двойки щати. В редица научни статии е използвана регионалната хетерогенност, за да се изследва влиянието на небанковото финансиране върху икономическия растеж или неговите канали. Samila и Sorenson (2011) използват панел от 329 области (в САЩ, като водеща икономика), в периода 1993-2002 г., за да изследват регионалния ефект на инвестициите в рисков капитал върху местния растеж. Те установяват, че увеличаването на

предлагането на инвестиции в рисков капитал (VC) се отразява положително върху броя на новорегистрираните предприятия, заетостта и регионалният растеж.

Друг ключов фактор, свързан с развитието на финансовия сектор, е свързан със задълбочаването на пазара на ипотечни кредити, тъй като се твърди, че това може да окаже причинно-следствено въздействие върху местния икономически растеж, като дава възможност на фирмите и лицата да превърнат жилищното богатство в продуктивни инвестиции. Жилищният бум може да стимулира местната икономическа активност по два канала. Първият е чрез предоставяне на положителен шок на доходите на собствениците на жилища по време на жилищния бум, което може да повиши равнището им на потребление, особено ако те вярват, че шокът не е преходен. Вторият канал е този, при който жилищният бум води до увеличаване на равнището на ипотечните заеми, които след това могат да се използват за продуктивни инвестиции, което допълнително стимулира местния икономически растеж. Следвайки същата идейна линия, Loutskina и Strahan (2015) използват регионалната хетерогенност в промените в цените на жилищата по време на последния жилищен бум и установяват, че положителните шокове в регионалните цени на жилищата оказват силно влияние върху местния икономически растеж. Adelino, Schoar и Severino (2015) предоставят емпирични доказателства в подкрепа на хипотезата, че по-високото кредитиране срещу жилищно обезпечение е свързано с икономическо развитие. Използвайки подобна емпирична постановка, авторите документират, че в райони с по-голямо увеличение на цените на жилищата между 2002 и 2007 г. се наблюдава силно нарастване на заетостта в малкия бизнес спрямо заетостта в големия бизнес.

#### **4. Доказателства на микроравнище за връзка между достъп до финансиране и растеж**

Досега обсъждахме доказателства за връзката между развитието на финансовото посредничество и растежа, произтичащи от емпирични показатели, които отразяват развитието на финансовото посредничество на агрегирано ниво (държава, отрасъл или регион). Това като цяло е в контраст с теоретичните механизми, разработени в литературата, които се занимават предимно с микроэффекти (напр. облекчаване на ликвидните или кредитните ограничения на ниво домакинство или фирма) и макар че на практика е трудно да се направи количествената стъпка от микрооценки към съвкупни ефекти, ако не се направят редица допускания, наборите от данни на микроравнище позволяват много по-точно да се определи въздействието на развитието на финансовото посредничество върху дейности, които стимулират растежа, като например капиталови инвестиции или иновации. През последните години в емпиричната литература по финанси и растеж се наблюдава значително развитие на методологиите използващи набори от данни на микроравнище. Това развитие даде възможност на изследователите да извършват по-прецизни проверки на въпросните теоретични механизми. Освен това, отделна тенденция в тази литература е разработването на специфични методи за идентифициране на екзогенни финансови шокове на микроравнище, които не са свързани с ненаблюдаеми фактори на индивидуално равнище, като например специфични за фирмата възможности за растеж или специфично за домакинството търсене. В този раздел обсъждаме тези две тенденции в контекста на микродоказателствата за връзката между достъпа до финансиране и растежа.

#### *4.1. Достъп до финансиране и растеж*

Литературата на микроравнище относно достъпа до финансиране изхожда от простата предпоставка, че несъвършенствата на капиталовия пазар, които водят до разминаване между цената на външните и вътрешните средства, могат да попречат на фирмата да достигне ефективни нива на инвестиции. Този „клин“ е свързан с теоретични механизми, произтичащи например от информационната асиметрия или корпоративното управление. По този начин кредитните или ликвидните ограничения възпрепятстват растежа на фирмите. Обратно, развитието на финансовото посредничество от всякакъв вид, което намалява относителните разходи за външно финансиране, би трябвало да насърчава растежа на фирмите, а оттам и съвкупния растеж. Въпреки това, следва да се отбележи, че литературата на микроравнище е свързана с някои ограничения, които не трябва да бъдат пренебрегвани. Например, различните фирми може да имат различни потребности за финансиране, като в някои случаи вътрешните източници на финансиране могат да бъдат предпочитани пред външните източници. Освен това, в зависимост от характеристиките на отделните фирми, влиянието на финансовото посредничество може да се различава значително, като това може да доведе до различни резултати на микроравнище. Така, въпреки безспорния принос на литературата на микроравнище към разбирането на връзката между финансовото посредничество и растежа на фирмите, е важно да се отбележат тези ограничения и да се продължи да се изследва тази област с подходящи методологии и данни.

Макар и да изглеждат интуитивно привлекателни, първите публикации в тази литература трудно проверяват този механизъм на практика. Например, първата такава проверка е направена в основополагащия труд на Fazzari, Hubbard и Petersen (1988). Те изказват хипотезата, че ако несъвършенствата на капиталовия пазар принуждават фирмите да се сблъскват с обвързващи финансови ограничения, то шокът в ликвидността ще повлияе на инвестициите на фирмите - т.е. ако в данните се открие, че инвестициите на фирмата реагират на шокове в паричните потоци на фирмата, това ще означава, че тези фирми са ограничени откъм възможности за финансиране. В противен случай те биха могли да се възползват от външни средства, за да финансират оптималното равнище на инвестициите си, което прави инвестиционната им политика ортогонална на вътрешните им средства. Те използват т. нар. инвестиционен Q модел като еталон, тъй като той разчита на Q на Тобин, като обобщаваща статистика за инвестиционните възможности. Тяхната първоначална хипотеза е, че регресирането на промените в инвестициите върху паричните потоци на фирмата, контролирайки Q на фирмата, трябва да даде положителен коефициент, докато фирмите са ограничени от кредитиране и нулев коефициент при липса на фрикции на капиталовия пазар, тъй като Q притежава адекватна стойност за инвестиционните възможности. След това авторите използват панел от 421 производствени фирми от 1970 г. до 1984 г., като групират фирмите в три категории, в зависимост от намаляващата вероятност да бъдат ограничени от финансиране: високо задържане, средно задържане и ниско задържане. Така те откриват значително по-големи коефициенти за еластичността на инвестициите по отношение на паричните потоци за фирмите с висока степен на задържане. Тези междусекторни различия в чувствителността на инвестициите към паричния поток ги карат да заключат, че финансовите ограничения вероятно са важни за

инвестиционните решения на фирмите. Основната констатация на статията е, че априорните групи на „ограничени“ и „неограничени“ фирми имат различни детерминанти на инвестициите, като вътрешните средства са важна обяснителна променлива само за първата група. Впоследствие тезата е потвърдена и в проучвания на данни за страни извън САЩ (вж. напр. Hubbard, 1995 и Schiantarelli, 1995). Основната критика срещу този емпиричен подход е, че шоковете върху паричните потоци не са ортогонални на ненаблюдаемите инвестиционни възможности, за които  $Q$  на фирмата се явява лош емпиричен показател. По-специално, инвестиционните възможности могат да бъдат благоприятни, когато паричните потоци се увеличават, като в този случай точковата оценка от регресията на промените в инвестициите върху промените в паричните потоци вероятно е изкривена от този ефект на пропуснатата променлива. Тогава положителната корелация между паричните потоци и инвестициите става неинформативна за въздействието на финансовите ограничения върху инвестициите и растежа на фирмите.

Статията на Demirgüç-Kunt и Maksimovic (1998) представлява друг опит за използване на микроданни за определяне на взаимодействието между развитието на финансовото посредничество, финансовите ограничения и инвестициите. Авторите използват данни за най-големите публично търгувани производствени предприятия в 26 държави, за да оценят темпа, с който всяко предприятие се е разширявало, използвайки само вътрешни средства и краткосрочни заеми. След това те сравняват прогнозираните и действителните темпове на растеж на фирмите и определят дела за всяка държава и за всеки момент от време на фирмите, които растат по-бързо отколкото предвижда моделът за растеж с вътрешно финансиране. Те установяват, че делът на фирмите, които растат по-бързо отколкото предполагат техните вътрешни ресурси, е по-висок в страните с по-развити банкови системи, висока ликвидност на фондовия пазар и ефективни правни системи за защита на инвеститорите. Авторите твърдят, че този резултат може да се обясни с факта, че в страните с по-добре развити финансови системи фирмите имат по-лесен достъп до външно финансиране, което намалява финансовите ограничения и им позволява да инвестират повече. Те също така предполагат, че наличието на правни системи, които защитават инвеститорите, намалява вероятността от експроприация от страна на контролиращите акционери и спомага за привличането на външно финансиране. Също така обаче предупреждават, че резултатите им не означават непременно, че финансовото развитие води до по-бърз растеж на фирмите. Те отбелязват, че е възможно по-бързо растящите фирми просто да са по-склонни да използват външно финансиране за финансиране на инвестициите си или че някои ненаблюдавани фактори, които влияят както върху растежа на фирмите, така и върху финансовото развитие, определят връзката. Независимо от това констатациите показват, че по-добре развитите финансови системи могат да бъдат важен фактор за улесняване на растежа на фирмите и инвестициите. Малко по-късно, Beck, Demirgüç-Kunt, и Levine (2001) потвърждават тези констатации, като използват по-разширена извадка от тази на Demirgüç-Kunt и Maksimovic (1998). В по-късни статии тази методология е доразвита, например Love (2003) също използва данни на ниво фирма, за да проучи дали развитието на финансовото посредничество облекчава кредитните ограничения. В статията се установява, че чувствителността на инвестициите към вътрешните средства е по-голяма в страните с по-слабо развити финансови пазари.

Достъпът до микроданни позволява на изследователите да оценят тезите на литературата по право и финанси, по-специално ефективността на публичните и частните компании. Микроданните предоставят ценна информация за ефективността на финансовия сектор, което позволява да се разбере по-добре връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж. С достъпа до по-обширни и надеждни данни изследователите успяват да потвърдят ролята на финансовите ограничения върху инвестиционните решения на фирмите, както и въздействието на финансовата структура на дадена страна върху икономическия растеж. Тези констатации изтъкват значението на финансовото посредничество за насърчаване на икономическото развитие и подчертават необходимостта от добре функционираща банкова система за насърчаване на иновациите и производителността.

В опит да установят правилна причинно-следствена връзка между финансовите ограничения, обема на финансирането и резултатите на фирмата, изследователите използват микропроучвания, за да разгледат въздействието на финансовите ограничения. Тези проучвания разкриха, че фирмите, които са изправени пред обвързващи финансови ограничения, са склонни да имат по-ниски равнища на инвестиции и по-ниска рентабилност, докато фирмите с по-голям достъп до външно финансиране са по-способни да инвестират и да постигнат по-високи равнища на растеж. Като цяло използването на микропроучвания позволява на изследователите да получат по-добро разбиране за ролята, която финансовите ограничения играят при формирането на поведението и резултатите на фирмите.

В свое основополагащо проучване Beck, Demirgüç-Kunt и Maksimovic (2005) използват данни от над 4000 фирми в 54 държави, като заимстват методология на Световната банка относно МСП. В анкетна форма фирмите са помолени да съобщят собствената си оценка за това дали се смятат за ограничени от редица фактори, включително такива като финансовите пазари, функционирането на правната система и корупцията на държавните служители. Авторите установяват, че финансовите ограничения имат различно въздействие върху растежа на фирмите, като по-малките фирми е по-вероятно да бъдат ограничени. Редица последващи публикации потвърждават значението на по-лесния достъп до финансиране за растежа на фирмите, а оттам и на икономическия растеж като цяло. Beck, Demirgüç-Kunt, Laeven и Maksimovic (2006) анализират голяма извадка от 10 000 фирми в 80 държави, за да проучат различията между държавите по отношение на финансовите бариери пред фирмите. Целта на проучването е да се определи най-важната характеристика на страната, която влияе върху разпространението на финансовите бариери за фирмите. Изследователите установяват, че институционалното развитие е най-важният фактор за определяне на финансовите ограничения в дадена страна. Институционалното развитие включва фактори като качество на нормативната уредба, върховенство на закона и политическа стабилност. Тази констатация означава, че подобряването на институционалната среда в дадена страна може да спомогне за облекчаване на финансовите ограничения за фирмите, като по този начин стимулира инвестициите и растежа. Проучването на Beck, Demirgüç-Kunt и Maksimovic (2008) установява, че малките фирми и тези в страни с лошо институционално развитие имат ограничен достъп до външно финансиране, особено до банково финансиране, което оказва отрицателно въздействие върху потенциала им за растеж. Това заключение подчертава решаващата роля на финансовите институции и тяхното развитие за насърчаване на икономическия

растеж и подпомагане на малките предприятия. Констатациите сочат, че създателите на политики трябва да дадат приоритет на създаването и поддържането на стабилни финансови институции, особено в развиващите се страни, за да се насърчи икономическият растеж и да се подпомогне достъпът на малките предприятия до капитала, от който се нуждаят, за да се развият.

Все повече литературни източници разглеждат връзката между самоопределените кредитни ограничения и потенциала за растеж на фирмите. Използвайки данни от проучвания, изследователите показват, че фирмите, които са изправени пред кредитни ограничения, инвестират по-малко в научноизследователска и развойна дейност и имат по-малко иновационни дейности. Тези ограничения също така ограничават способността им да придобиват нови технологии или да инвестират в обучение на служителите си, което е от съществено значение за повишаване на производителността и конкурентоспособността им. Това предполага, че политиките, насочени към намаляване на кредитните ограничения, като например подобряване на достъпа до финансиране за малките и средните предприятия, биха могли да имат значително положително въздействие върху растежа на фирмите и цялостното икономическо развитие. Статията на Campello, Graham и Harvey (2010) е пример за използването на проучвания за изследване на въздействието на финансовите ограничения върху решенията на фирмите за инвестиции и заетост. Въз основа на проучване на ръководители на инвестиционни фирми малко след фалита на Lehman Brother през 2008 г. авторите установяват, че фирмите, които са или очакват да бъдат ограничени в кредитирането поради експозицията си към небанкови финансови дружества, засегнати от сътресенията на финансовите пазари, планират да намалят инвестициите и заетостта повече, отколкото фирмите без ограничения. Резултатите показват, че сътресенията на финансовите пазари могат да засилят финансовите ограничения и да ограничат потенциала за растеж на фирмите.

За изследване на въздействието на достъпа до финансиране върху инвестициите са използвани и други заместители на финансовите ограничения на микроравнище. Един такъв заместител е конкуренцията между банките, която е разгледана от Zarutskie (2006). Използвайки емпирични данни, авторът анализира как конкуренцията между банките влияе върху разпределението на капитала сред фирмите и предприемачите, като се фокусира върху новосъздадените фирми. Проучването установява, че след дерегулирането стартиращите фирми използват по-малко външен дълг, имат по-малки размери и по-висока възвръщаемост на активите, което съответства на констатацията, че те инвестират по-малко поради по-големите финансови ограничения. Тези резултати подчертават значението на достъпа до финансиране, особено за новосъздадените фирми, които могат да бъдат бъдещите двигатели на растежа.

Използвайки извадка от 19 000 фирми в 47 държави, за да изследват връзката между достъпа до външно финансиране и иновациите, Ауагари, Демиргүç-Кунт и Максимовиç (2012) установяват, че фирмите с по-добър достъп до външно финансиране са по-склонни да се занимават с иновационни дейности като продуктови иновации, иновации в процесите и организационни иновации. Това е в съответствие с мнението, че финансовите ограничения могат да ограничат способността на фирмата да инвестира в рискови и несигурни проекти, които могат да включват иновации. Проучването също така подчертава значението на институционалната среда за достъпа до финансиране, тъй като фирмите в държави с по-добра правна среда и по-развити финансови системи обикновено

имат по-добър достъп до външно финансиране и следователно е по-вероятно да се ангажират с иновационни дейности. Като цяло констатациите от това проучване показват, че достъпът до външно финансиране играе решаваща роля за улесняване на иновациите и насърчаване на растежа на фирмено равнище.

Обучението на работното място е от решаващо значение за изграждането на уменията и знанията, които са необходими на служителите, за да изпълняват ефективно работата си. Предоставянето на обучение на работното място обикновено е скъпо и изисква фирмите да имат достъп до финансови ресурси. Поради това способността на фирмите да получават кредити вероятно ще играе решаваща роля при определяне нивото на обучение на работното място, което те предоставят на своите служители. Неотдавнашни проучвания изследват връзката между достъпа до кредит и обучението на работното място. Например Mincer (1962) отбелязва, че в развитите икономики като САЩ общите годишни разходи за обучение на работното място представляват около една трета от общите разходи за формално образование. Това подчертава значението на достъпа до кредити при предоставянето на обучение на работното място и въздействието, което финансовите ограничения могат да окажат върху равнището на квалификация на работната сила.

### **5. Нелинейни връзки между развитието на финансовото посредничество и растежа**

Връзката между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж е предмет на редица дебати в икономическата литература, докато някои от тях установяват положителна линейна връзка, други предполагат, че тя е нелинейна - по-специално, част от последните изследвания се съсредоточени върху възможността да съществува оптимално равнище на финансовото посредничество, което да максимизира ефектите на финансовото развитие върху растежа. Едно от възможните обяснения за нелинейната връзка между финансовото посредничество и растежа е, че финансовите посредници могат да станат по-малко ефективни с разширяването на финансовия сектор. Според този възглед ползите от финансовото посредничество, изразяващи се в улесняване на инвестициите и иновациите, могат да бъдат компенсирани от разходите за по-високи посреднически такси и по-голям потенциал за финансова нестабилност. Други изследвания сочат, че връзката между финансовото посредничество и растежа може да е нелинейна поради различията в степента на финансово развитие в отделните държави. Например държавите с по-ниска степен на финансово развитие могат да изпитат по-големи ползи за растежа при разширяване на финансовото посредничество, докато държавите с по-напреднали финансови системи могат да изпитат намаляваща възвръщаемост от финансовото развитие. Като цяло емпиричните данни за връзката между финансовото посредничество и растежа показват, че тя е сложна и може да бъде нелинейна. Бъдещите изследвания в тази област вероятно ще се съсредоточат върху определянето на оптималното равнище на финансово развитие, което максимизира ефекта на финансовото посредничество върху растежа, както и върху факторите, които влияят върху тази връзка.

Проучването на Rousseau и Wachtel (2011) дава интересни сведения за връзката между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж, макар че ранните проучвания показват положителна корелация между финансовите пазари и икономическия растеж, по-новите данни показват

нелинейна връзка, като авторите предполагат, че положителната връзка между финансовото посредничество и икономическия растеж може да е по-слаба през по-новия период в сравнение с по-ранните проучвания, визирайки периода 1960-1989 г. Проучването подчертава необходимостта от преразглеждане на разбирането ни за връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж, също така подчертава значението на прилагането на по-нюансиран подход при изследването на връзката между финансовите пазари и растежа. По-конкретно, важно е да се проучи как финансовото посредничество взаимодейства с други фактори, които оказват влияние върху икономическия растеж. Необходими са по-нататъшни изследвания в тази област, за да се разберат по-добре условията, при които е по-вероятно финансовото посредничество да подпомогне икономическия растеж. Като цяло констатациите на Rousseau и Wachtel имат значителни последици за създателите на политики и финансови институции, тъй като показват, че ролята на финансовото посредничество за насърчаване на икономическия растеж може да не е толкова проста, колкото се предполагаше досега. Политиците трябва да отчитат сложността на тази връзка при разработването на политики в подкрепа на икономическия растеж.

Demetriadis и Rousseau (2016) оспорват традиционното мнение, че финансовата дълбочина е съществен фактор, определящ дългосрочния растеж. Използвайки извадка от 91 държави за периода 1973-2004 г., авторите установяват, че финансовата дълбочина, както традиционно се измерва, вече не е значим фактор, определящ дългосрочния растеж. Вместо това авторите твърдят, че стабилното банково регулиране и надзор са по-важни фактори за определяне на дългосрочния растеж. Тази констатация е важна, тъй като предполага, че самото наличие на финансови пазари и институции може да не е достатъчно за насърчаване на дългосрочния икономически растеж. По-скоро качеството на тези институции, включително регулаторната и надзорната рамка, е от решаващо значение за насърчаване на икономическия растеж. Проучването на двамата автори подчертава необходимостта регулаторите да се съсредоточат не само върху увеличаването на количеството на финансовото посредничество, но и върху подобряването на качеството на регулирането и надзора, като по този начин създателите на политики могат да допринесат за насърчаване на устойчив икономически растеж в дългосрочен план.

Въпреки че някои изследвания твърдят, че ефектът на финансовото посредничество върху растежа е положителен и линеен, последните емпирични изследвания сочат друго - все повече литературни източници оспорват идеята, че ефектът на финансовото посредничество върху растежа е монотонен. Напротив, връзката между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж е сложна и нелинейна.

Прилагайки динамични панелни методи на GMM към панел от 74 държави за периода 1960-1995 г., Rioja и Valev (2004) предоставят допълнителни доказателства в подкрепа на това мнение, като разделят своите резултати в три основни групи, съответно установяват, че за страните с много ниско равнище на финансово развитие подобренията на финансовите пазари имат несигурен ефект върху растежа. В междинната група икономическото развитие оказва голямо, положително въздействие върху растежа, докато при държавите с много добро финансово развитие резултатът е положителен, но малък. Тези констатации имат важно значение за създателите на политики, тъй като показват, че усилията за насърчаване на финансовото развитие в държави с много ниски равнища на финансово развитие може да не доведат непременно до икономически растеж.

Вместо това може да се наложи политиците да се съсредоточат върху други фактори, като например подобряване на образованието, намаляване на корупцията и насърчаване на политическата стабилност. За разлика от това, в държавите със средно равнище на финансово развитие политиките, насочени към насърчаване на финансовото развитие, могат да бъдат ефективни за стимулиране на икономическия растеж. За държавите с много добро финансово развитие може да се наложи политиците да се съсредоточат върху поддържането на стабилна и ефективна финансова система, а не върху насърчаването на по-нататъшното финансово развитие.

В скорошно проучване Arcand, Berkes и Panizza (2015) се опитват да определят прага, отвъд който финансовата дълбочина вече не влияе върху икономическия растеж. Използвайки извадка от 67 държави за периода 1970-2000 г., авторите прилагат няколко емпирични подхода, за да изследват връзката между финансовата дълбочина и растежа. Техните констатации показват, че финансовата дълбочина започва да вреди на растежа на производството, когато кредитите за частния сектор достигнат 100% от БВП - т.е., макар че развитието на финансовото посредничество може да бъде от полза в ранните етапи на развитие на финансовия сектор, важно е да се наблюдава нарастването на кредита за частния сектор и да се гарантира, че той не достига равнища, които биха могли да имат отрицателни последици за икономическия растеж. Продължавайки същата линия на изследвания, Beck, Georgadis и Straub (2014) провеждат емпирично проучване върху извадка от 132 държави за периода 1980-2005 г., за да изследват връзката между финансовата дълбочина и икономическия растеж. Техните констатации сочат, че съществува праг, отвъд който влиянието на финансовата дълбочина върху растежа намалява. Използвайки динамичен панелен регресионен анализ, те установяват, че този праг е около 109% от БВП, когато не се контролират банковите кризи. Тази констатация предполага, че държавите не трябва да се стремят към неограничена финансова дълбочина, а по-скоро да се стремят към устойчиви равнища на финансово развитие. Освен това авторите установяват, че прагът варира в различните групи държави, като в държавите с по-високи доходи той е по-нисък от този в държавите с по-ниски доходи. Те подчертават и значението на банковата стабилност, тъй като отрицателното въздействие на финансовата дълбочина върху растежа се засилва по време на банкови кризи. Тези констатации имат важно значение за създателите на политики, тъй като предполагат, че финансовото развитие следва да се осъществява предпазливо и с подходящо банково регулиране и надзор, за да се предотвратят пазарни дисфункции, които могат да навредят на икономическия растеж. Изследването на Shen и Lee (2006) проучва връзката между развитието на финансовото посредничество и растежа на реалния БВП на глава от населението в 48 държави. Резултатите им показват, че връзката между растежа и развитието на банковото дело може да се опише най-добре като слаба обърната U-образна форма. Тази констатация предполага, че ползите за растежа от развитието на банковото дело първо се увеличават с нарастването на равнището на финансовото посредничество, достигат оптимална точка и след това намаляват, когато равнището на финансовото посредничество продължава да нараства.

Изхождайки от по-горното, доказателствата сочат, че връзката между развитието на финансовото посредничество и икономическия растеж е по-скоро нелинейна. Последните емпирични изследвания установяват наличието на праг, отвъд който по-нататъшното разширяване на финансовия сектор не оказва

положително въздействие върху икономическия растеж. Обикновено се установява, че този праг е около 100% от БВП за кредитите за частния сектор и над съотношението на частните кредити към БВП от около 0,7-0,74 за отраслите с високи възможности за растеж. Нелинейната връзка между финансите и растежа оспорва традиционното мнение, че добре развитият финансов сектор винаги е от полза за икономическия растеж. Вместо това, оптималното равнище на развитие на финансовото посредничество може да зависи от първоначалното равнище на развитие и от специфичните характеристики на икономиката. Политиците трябва да са наясно с тази нелинейност и да избягват предположението, че повече финанси винаги водят до по-голям растеж. Вместо това е необходима внимателна оценка на конкретните обстоятелства и характеристики на икономиката, за да се определи оптималното равнище на финансово развитие.

Изследванията на Beck, Büyükkarabacak, Rioja и Valev (2012) върху въздействието на кредитите за фирми и домакинства върху растежа показват, че положителната връзка между задълбочаването на финансовия сектор и икономическия растеж е по-силно изразена, когато финансирането се насочва в по-голяма степен към фирмите, отколкото към домакинствата. Макар че има изследвания, които показват, че кредитирането на домакинствата насърчава предприемачеството (като Adelino, Schoar and Severino, 2015 и Schmalz, Sraer and Thesmar, 2016) и други, се предполага, че ипотечното кредитиране може да измести кредитирането на предприятията. Важно е да се отбележи, че макар проучването да показва, че кредитирането на фирмите има по-голямо въздействие върху растежа, други изследвания установяват положителни ефекти от кредитирането на домакинствата, особено в контекста на стартирането на малък бизнес. Въпреки това, ефектът на изтласкване на ипотечното кредитиране върху кредитирането на предприятията е основателна тревога, тъй като той може да ограничи наличието на кредити за фирмите и по този начин да повлияе на техния потенциал за растеж. Констатациите от проучването подчертават значението на осигуряването на баланс при разпределянето на кредитите както за домакинствата, така и за фирмите, както и необходимостта от политики, които могат да гарантират, че се предоставят адекватни кредити в подкрепа на растежа на предприятията.

Връзката между финансовата отвореност и икономическия растеж е предмет на значителен дебат в икономическата литература - в някои изследвания се изказва предположението, че финансовата отвореност може да насърчи икономическия растеж чрез увеличаване на наличността на чуждестранен капитал и намаляване на разходите за заеми. Други изследвания обаче изтъкват негативните ефекти от финансовата отвореност, като например възможността за повишена волатилност и риск от банкови кризи. Една важна констатация в този дебат е, че изкривяващият ефект на финансовата отвореност е по-силен в държави, които са преживели банкова криза след либерализацията. Това предполага, че предизвикващата развитието уязвимост на финансовото посредничество увеличава вероятността от дългосрочни банкови кризи, намаляващи растежа. Няколко изследвания са предоставили емпирични доказателства за тази констатация. Например Kaminsky и Reinhart (1999) установяват, че държавите, преживели банкова криза след либерализацията, търпят по-големи загуби на продукция и по-бавно възстановяване в сравнение с държавите, които не са преживели криза. По подобен начин Prati, Schindler и Valenzuela (2012) установяват, че банковите кризи, настъпили след финансова

либерализация, имат по-голямо отрицателно въздействие върху дългосрочния растеж. Това е така, тъй като финансовата отвореност може да доведе до повишено поведение на финансовите посредници при поемане на риск, което може да доведе до неправилно разпределение на ресурсите и до увеличаване на макроикономическия риск. Това може да направи финансовата система по-уязвима към сътресения и да увеличи вероятността от банкови кризи. Макар че финансовата отвореност може да донесе ползи, като например увеличен приток на капитали, тя носи и рискове, като например повишена волатилност и възможност за банкови кризи. Данните сочат, че изкривяващият ефект на финансовата отвореност е по-силен в държави, които са преживели банкова криза след либерализацията - т.е. трябва внимателно да управляват рисковете, свързани с финансовата отвореност, включително да прилагат ефективно пруденциално регулиране и надзор на финансовата система, за да гарантират, че финансовите посредници работят така, че да насърчават икономическия растеж, като същевременно ограничават макроикономическия риск.

## **6. Банково срещу небанково финансово посредничество**

Значителна част от изследванията разглеждат въздействието на банковите и пазарните финансови системи върху растежа, като данните са разнопосочни. Някои изследвания показват, че единият вид финансиране може да е по-ефективен за насърчаване на растежа от другия, докато други установяват, че и двата вида финансиране стимулират растежа. Например, Arestis, Demetriades и Liuntel (2001) изследват връзката между финансовото развитие и растежа в контекста на различни държави, като използват тримесечни данни за растежа и косвени показатели за развитието на фондовия пазар и банковия сектор. Резултатите им показват, че и двата вида финансиране стимулират растежа, което е доказателство, че банковите и пазарните финансови системи не се изключват взаимно и че и двете могат да играят роля за насърчаване на растежа. Проучването обаче повдига въпроси относно размера на ефекта от двата вида финансиране, а размерът на извадката е малък, което ограничава възможността за обобщаване на резултатите. Въпреки тези ограничения проучването допринася за нарастващия обем изследвания на връзката между финансовото посредничество и икономическия растеж. Макар че дебатът за относителната ефективност на банковите и пазарните финансови системи за насърчаване на икономическия растеж продължава, данните от изследвания като това на Arestis, Demetriades и Liuntel (2001) само подчертават важността на разглеждането и на двата вида финансиране при разработването на ефективни финансови системи.

Връзката между финансовите системи и икономическия растеж е добре проучена от Levine (2002). След като контролира общото финансово развитие, авторът установява, че разграничаването на банковите и пазарните финансови системи не е основен въпрос при разбирането на процеса на икономически растеж. Тази констатация е значима, тъй като предполага, че както банковите, така и пазарните финансови системи могат да подпомогнат икономическия растеж, при условие че дадена страна има добре развита финансова система. Това изследване е важно в литературата за развитието на финансовото посредничество и растежа, защото подчертава, че дискусиата за превъзходството на банковите или пазарните финансови системи не е черно-бял въпрос, И по-скоро подчертава необходимостта държавите да се съсредоточат върху развитието на висококачествена финансова система, която да подкрепя както банковите, така и

пазарните финансови системи. Този извод е в съответствие с резултатите от други изследвания, в които са използвани различни данни и методологии за проучване на връзката между финансовите системи и икономическия растеж. Например Arestis, Demetriades и Liuntel (2001) установяват, че както банковите, така и пазарните финансови системи стимулират растежа, но остават въпроси относно размера на ефекта. Изследването на Levine ни дава ценни сведения за ролята на финансовите системи за икономическия растеж. То подсказва, че държавите трябва да се съсредоточат върху изграждането на силна и добре развита финансова система, която да подкрепя както банковите, така и пазарните финансови системи, а не да избират между тях - разбира се, необходими са допълнителни изследвания, за да се разберат конкретните фактори, които допринасят за висококачествена финансова система и как те могат да бъдат развити в различни условия.

Последните изследвания показват, че финансовото развитие може да насърчи растежа на финансово зависими отрасли. Според Beck и Levine (2002), които използват данни на ниво индустрия, „по-голямото финансово развитие ускорява растежа на финансово зависимите индустрии“. Въпреки това те установяват, че „финансовата структура не помага да се обяснят различните темпове на растеж на финансово зависимите отрасли в отделните страни“. В друго изследване Beck и Levine (2004) използват GMM техники за динамични панелни данни, за да изследват въздействието на фондовите пазари и банките върху икономическия растеж. Като използват набор от панелни данни, обхващащ периода 1976-1998 г., те установяват, че „както фондовите пазари, така и банките имат положително въздействие върху икономическия растеж“. Използвайки данни на ниво фирма, Demirgüç-Kunt и Maksimovic (2002) показват, че делът на фирмите, които растат с темп надвишаващ темпа, с който всяка фирма може да расте само с неразпределена печалба и краткосрочни заеми, е положително свързан с общото финансово развитие. Проучването обаче показва също, че степента, в която държавите са банково или пазарно базирани, не играе съществена роля при обяснението на прекомерния растеж - в т.ч. показва, че много напреднали страни имат доста различни структури, но сходни нива на развитие, което затвърждава мнението, че финансовата структура не е толкова важна за икономическото развитие.

Неотдавнашни изследвания оспориха традиционното схващането, че както банковите, така и пазарните финансови системи са еднакво важни за насърчаване на икономическия растеж. По-конкретно, проучванията разглеждат опита от последната финансова криза от 2008-2009 г. и откриват доказателства, че само развитието на фондовия пазар има положително въздействие върху растежа, докато развитието на банковия сектор може да има отрицателно въздействие. Защиатавайки тезата Shen и Lee (2006) установяват, на основата на извадка от 48 държави, че само развитието на фондовия пазар има положително въздействие, а развитието на банковото дело има неблагоприятно, ако не и отрицателно въздействие върху растежа. По подобен начин Langfield и Pagano (2016) установяват отрицателна връзка между растежа и съотношението между банковото и пазарното посредничество, което показва, че по-ограниченото въздействие на банковото дело върху растежа при нарастване на доходите изглежда е по-общо. Тези резултати показват, че макар ролята на финансовата структура за икономическото развитие да остава важна тема за изследване, последните данни започват да сочат, че значението на банките спрямо пазарите може да зависи от специфични икономически и институционални фактори.

Тези твърдения, макар и да изтъкват приноса както на банковите, така и на пазарните финансови системи за икономическия растеж, опростяват твърде много сложната връзка между финансовата структура и икономическото развитие. Заключение, че приносът им варира в зависимост от степента на икономическо и финансово развитие, изисква по-нататъшно проучване, освен това в това схващане не се разглеждат потенциалните отрицателни последици от финансовото развитие, като например увеличеното неравенство в доходите и финансовата нестабилност. Ранните изследвания на Tadesse (2002) подчертават, че сравнителните предимства на пазарните спрямо банковите финансови системи варират при различните нива на икономическо и финансово развитие. По-конкретно, авторът твърди, че пазарните системи превъзхождат банковите системи в страни с добре развити финансови сектори, докато банковите системи превъзхождат пазарните системи в страни с по-слабо развити финансови сектори. Проучването на Tadesse обаче има някои ограничения, като например малък размер на извадката и използване на остарели данни, което може да повлияе на обобщаването на резултатите. Освен това по-новите изследвания показват, че въздействието на финансовата структура върху икономическия растеж е по-различно, както и че приносът на банковите и пазарните финансови системи за растежа се различава в зависимост от специфичната институционална и регулаторна среда в дадена страна.

### **Заключение**

Небанковият финансов сектор заема все по-ключова роля за насърчаване на икономическия растеж като предоставя алтернативни източници на кредитиране и финансиране на физически лица и предприятия. Секторът спомага и за диверсификацията на финансовата система като предоставя повече възможности за инвестиции и управление на риска - именно предоставяйки широк спектър от финансови услуги, той е в състояние да повиши икономическата активност и да стимулира растежа. Капиталовите пазари от своя страна са неразривно свързани с бизнес моделите на небанковите финансови институции - състоянието им често се използва като показател за състоянието на икономиките и неминуемо оказва значително въздействие, както върху отделните инвеститори, така и върху финансовата система като цяло. От изключително значение е и ролята им като механизъм за стабилност, който осигурява на дружествата алтернативен начин за набиране на капитал - спомагайки за поддържане на стабилността им по време на периоди на финансова несигурност.

Растежът на НБФП има редица положителни последици, включително засилена конкуренция, по-голям достъп до кредити и инвестиционни възможности и повече иновации във финансовите услуги, но също така дейността му в сравнение с банките не е много прозрачна, същевременно е и обект на уязвимости, които могат да се проявят под формата на пазарна дисфункция по време на стрес, рефлектирайки и върху реалната икономика. Важно е обаче да се отбележи, че небанковият финансов сектор може да създаде и рискове за стабилността на финансовата система, превръщайки се в източник на системен риск за цялата икономика, така че са необходими подходящо регулиране и надзор, за да се гарантира положителното му въздействие върху икономическия растеж. За да се намалят тези рискове, регулаторните органи следва да продължават да засилват надзора си върху НБФИ - това включва мерки като повишени капиталови изисквания, засилени мерки за защита на потребителите и

подобрана прозрачност и оповестяване във все повече части на сектора. Следва да се отчете, че фактори като ирационалните „стадни“ инвестиционни решения, разрастването на децентрализирания финансов сектор и крипто активите в настоящия им вид могат да доведат и до отрицателно въздействие върху икономическия растеж, но те могат да имат и положителни ефекти, когато рисковете бъдат правилно управлявани и регулирани. Ето защо е от решаващо значение регулаторните органи да се справят с основните причини за поведенческите евристики сред участниците на финансовите пазари и да установят регулации, които същевременно насърчават информираните инвестиционни решения и поддържат стабилен финансов сектор за устойчив икономически растеж.

### **Използвани източници**

1. Ang, J. (2011). Financial development, liberalization, and technological deepening. *European Economic Review*, 55(5), 688–701.
2. Arestis, P. Demetriades, P., & Luintel, K.B. (2001). Financial development and economic growth: The role of stock markets. *Journal of Money*, 33, 16–41.
3. Beck, T. & Levine, R. (2004). Stock markets, banks, and growth: Panel evidence.
4. Beck, T. (2012). Finance and growth: Lessons from the literature and the recent crisis. Prepared for the LSE Growth Commission.
5. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. & Levine, R. (2003). Law and finance: Why does legal origin matter? *Journal of Comparative Economics*, 31(4), 653–675.
6. Benhabib, J., & Spiegel, M. (2000). The role of financial development in growth and investment. *Journal of Economic Growth*, 5, 341–360.
7. Carlin, W. & Mayer, C. (2003). Finance, investment, and growth.
8. Claessens, S. & Laeven, L. (2003). Financial development, property rights, and growth. *Journal of Finance* 58, 2401–2436.
9. Claessens, S. & Laeven, L. (2005). Financial dependence, banking sector competition, and economic growth, 3, 179–207.
10. Deidda, L. & Fattouh, B. (2002). Non-linearity between finance and growth.
11. Demirgüç-Kunt, A. & Maksimovic, V. (2002). Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm level data, 65, 337–363
12. Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. & Levine, R. (2013). The evolving importance of banks and securities markets. *World Bank Economic Review*, 27(3), 476–490.
13. Hsu, P., Tian, X. & Xu, Y. (2014). Financial development and innovation: Cross-country evidence. *Journal of Financial Economics*, 112(1), 116–135.
14. Пыина, А. & Samaniego, R. (2011). Technology and financial development.
15. Koetter, M. & Wedow, M. (2010). Finance and growth in a bank-based economy: Is it quantity or quality that matters? *Journal of International Money and Finance*
16. Kroszner, R. & Strahan, P. (1999). What drives deregulation? Economics and politics of the relaxation of bank branching deregulation.
17. Laeven, L. (2014). The development of local capital markets. Rationale and challenges. IMF Working Paper 14/23
18. Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: Views and agenda.
19. Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: Which is better?.
19. Rancière, R., Tornell, A. & Westermann, F. (2008). Systemic crises and

growth. *Quarterly Journal of Economics*, 123(1), 359–406.

20. Global Development - <https://datacatalog.worldbank.org/search/dataset/0038648>
21. Levchenko, A., Rancière, R. and Thoenig, M. (2009). Growth and risk at the industry level: The real effects of financial liberalization. *Journal of Development Economics*, 89(2), 210–222.
22. Levine, R. 2002. “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?”, DOI:10.1006/jfin.2002.0341.
23. Miller, M. (1998). Financial markets and economic growth. *Journal of Applied Corporate Finance* 11, 8–14.
24. Popov, A. & Roosenboom, P. (2012). Venture capital and patented innovation: Evidence from Europe. *Economic Policy*, 27(71), 447–482.
25. Quinn, D. (1997). The correlates of change in international financial regulation. *American Political Science Review*, 91, 531–551.
26. Rousseau, P. & Wachtel, P. (2000). Equity markets and growth: cross-country evidence on timing and outcomes, 1980–1995.24, 1933–1957.
27. Stiglitz, J. (2000). Capital market liberalization, economic growth, and instability. *World Development*, 28(6), 1075–1086.
28. Tadesse, S. (2002). Financial architecture and economic performance: International evidence. *Journal of Financial Intermediation* 11, 429–454.
29. The World Federation of Exchanges - <https://statistics.world-exchanges.org>
30. World Exchanges Federation - <https://www.world-exchanges.org/our-work/statistics>
31. Xu, Z. (2000). Financial development, investment, and growth. *Economic Inquiry*





