

Взаимосвязь финансовых стратегий и динамики развития промышленных компаний

А. В. Степанян¹

¹ «Эрнст энд Янг (СНГ) Б. В.», филиал в Москве

АННОТАЦИЯ

Выявлена взаимная зависимость финансового положения промышленных компаний и кредитных организаций. Проблемы развития промышленных компаний в сложных экономических условиях, причины и последствия ухудшения финансового положения кредитных организаций, проблемы контроля перетока денежных средств между реальным сектором экономики и финансовым сектором исследованы как причинно-следственные связи в развитии промышленных предприятий и общего изменения макроэкономической среды.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА:

финансовая стратегия, развитие промышленной компании, сложные экономические условия, кризисные явления, банкротство, кредитная организация.

ДЛЯ ЦИТИРОВАНИЯ:

Степанян А. В. Взаимосвязь финансовых стратегий и динамики развития промышленных компаний // Стратегические решения и риск-менеджмент. 2019. Т. 10. № 1. С. 52–57. DOI: 10.17747/2618-947X-2019-1-52-57.

The Relationship of Financial Strategies and Dynamics of Development of Industrial Companies

Anush V. Stepanyan¹

¹ Manager at Ernst Young (CIS) B. V., Moscow branch

ABSTRACT

A pattern of mutual independence of financial position of industrial companies and credit institutions was identified. The issues of development of industrial companies in difficult economic conditions, the causes and consequences of deterioration of credit institutions, the issues of control over the flow of funds from the real sector of the economy to the financial sector are studied as cause-effect relationships in development of industrial companies and the overall change in the macroeconomic environment.

KEYWORDS:

financial strategies, development of industrial companies, complex economic conditions, crisis circumstances, bankruptcy, credit organization.

FOR CITATION:

Stepanyan, A. V. The Relationship of Financial Strategies and Dynamics of Development of Industrial Companies. *Strategic Decisions and Risk Management*. 2019;10(1):52–57. DOI: 10.17747/2618-947X-2019-1-52-57.

1. ВВЕДЕНИЕ

В условиях нестабильной экономической среды проблема финансирования предприятий реального сектора в России является особенно актуальной (Трачук, 2014; Трачук, Линдер, 2016).

Поддержание инвестиционной активности субъектов реального сектора экономики и эффективное распределение факторов производства тесно связано с развитием финансового сектора, который стимулирует рост экономики. Вместе с тем избыточная глубина развития финансового сектора может являться фактором финансовой, а в последующем и макроэкономической дестабилизации, так как сопряжена с рисками формирования «финансовых пузырей» и снижения устойчивости финансовой системы. Последствия мирового финансового кризиса в том числе поставили новую исследовательскую задачу по определению оптимальной глубины развития финансового сектора, которая бы способствовала экономическому росту и поддержанию макроэкономической стабильности.

В докладе Банка России (Доклад, 2018) приведен обзор существующих эмпирических исследований в страновом разрезе (Bezemer, Grydaki, Zhang, 2014), который не дает однозначного ответа в отношении эффективности расширения банковского кредитования с точки зрения экономического роста. Судя по данным нескольких десятков стран за десять лет, существует устойчивая позитивная взаимосвязь потоков кредитов (темпов роста кредитования) и ВВП, отсутствует существенное положительное влияние совокупных объемов кредитов нефинансовым организациям на рост ВВП (Bezemer, Grydaki, Zhang, 2014). Корреляции между кредитованием и ростом ВВП были положительными до конца 1990-х годов, после чего взаимосвязь заметно ослабла или исчезла, что в значительной степени объясняется включением мирового финансового кризиса в исследуемый период (Levine, 2005).

Согласно нескольким эмпирическим исследованиям (Arcand, Berkes, Panizza, 2012; Cecchetti, Kharroubi, 2012; Shen, Lee, 2006), возможно определить пороговое значение отношения кредитов к ВВП, превышение которого влияет на экономический рост негативно (эффект too much finance). После того как объем банковского кредитования достигает 80–100% валового внутреннего продукта, последующее углубление кредитования перестает способствовать ускорению экономического роста в долгосрочной перспективе и приводит к замедлению, а также к повышению волатильности темпов роста экономики (Easterly, Islam, Stiglitz, 2000). Задача по определению оптимума в развитии финансового сектора не имеет универсального решения, поскольку последнее имеет значительные страновые различия и исторические особенности.

2. ИЗМЕНЕНИЯ В ФИНАНСОВОМ СЕКТОРЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ И ВЛИЯНИЕ НА РЕАЛЬНЫЙ СЕКТОР ЭКОНОМИКИ

С 2008 года в банковском секторе все больше проявлялись негативные явления и риски, связанные с особенностями формирования российского банковского сектора с конца

1980-х и до начала 2000-х годов. Например, характерная кэптивность подразумевает зависимость банка от операций с бенефициаром и/или от его решений, касающихся деятельности банка, подобная зависимость может существенно повлиять на финансовую устойчивость. Банки финансировали проекты их собственников, например в виде создания или модернизации производственных комплексов, участия в программах импортозамещения, и это приводило к высокой концентрации кредитных рисков. Вовлеченность банков в отдельные финансовые проекты, реализуемые их владельцами, ненадлежащая оценка таких проектов и отсутствие диверсификации активов нередко являлись причинами банкротства банков и прекращения финансирования промышленных проектов, что, в свою очередь, приводило к банкротству предприятий реального сектора.

Связь фактических бенефициаров банков и финансируемых предприятий часто скрывалась как признак финансовой неустойчивости в виде осуществления схемных сделок, проведение которых позволяло демонстрировать соблюдение установленных пруденциальных норм. Обнаружение Банком России подобных явлений в деятельности банков потребовало внесения соответствующих законодательных изменений в систему регулирования банковской деятельности.

Увеличение количества кредитных организаций, основная деятельность которых сводилась к финансированию проектов собственников за счет привлеченных денежных средств, стало результатом «перегрева» российского банковского сектора, что имеет очевидные негативные последствия для реального сектора экономики. Если негативным последствием для кредитной организации является концентрация кредитного риска и отсутствие диверсификации активов, то для предприятия наступает полная зависимость от кредитной организации, в случае если основным, а иногда и единственным источником финансирования хозяйственной деятельности предприятия являлись банковские кредиты кредитной организации.

С четвертого квартала 2013 года Центральный банк РФ систематически проводит оздоровление банковского сектора. В результате количество действующих банков сократилось более чем в два раза – с 1992 на начало 2008 года до 517 банков на конец 2017 года.

Мы сравнили события, которые произошли в период условно определенного «перегрева» российского банковского сектора, и события мирового финансового кризиса 2008–2009 годов (табл. 1). Предпосылками мирового финансового кризиса явился «пузырь» на рынке ипотечного кредитования в США и последующая неразрывная экономическая взаимозависимость субъектов сформировавшегося рынка в результате трансформации стандартного банковского продукта (ипотечного кредита) в ценную бумагу (производный финансовый инструмент).

С учетом результатов приведенных выше эмпирических исследований выявленные схожие признаки указывают на то, что углубление развития финансового сектора/кредитования в условиях отсутствия надлежащей регуляторной базы, в том числе в части контроля за осуществлением банковских операций и злоупотреблений со стороны участников рынка, негативно сказывается на деятельности всех субъектов экономики.

Таблица 1
Сравнительный анализ особенностей развития иностранного и российского финансового сектора

Мировой финансовый кризис 2008–2009 годов	«Перегрев» российского банковского сектора
<i>Предпосылки</i>	
Стимулирование спроса и чрезмерное потребительское кредитование ипотеки на американском рынке	Увеличение количества кредитных организаций с начала 1990-х годов
Трансформация стандартного банковского продукта (ипотечного кредита) в ценную бумагу (производный финансовый инструмент)	Финансирование проектов собственников кредитных организаций и концентрация кредитного риска
Отсутствие правовых механизмов для должного регулирования финансового рынка	Отсутствие правовых механизмов для регулирования банковского сектора
<i>Последствия</i>	
Неразрывная экономическая взаимозависимость субъектов рынка ипотечных ценных бумаг (трансграничный уровень)	Неразрывная экономическая взаимозависимость результатов финансируемого предприятия и финансового положения кредитной организации
Дефолт по ценным бумагам в результате ненадлежащей оценки качества активов	Дефолт по кредитам в результате ненадлежащей оценки качества активов (проектов в реальном секторе экономики)
Существенное ухудшение финансового положения финансовых институтов	Существенное ухудшение финансового положения кредитных организаций
Злоупотребления субъектов финансового рынка (сокрытие реальной стоимости активов)	Злоупотребления руководством кредитных организаций (сокрытие реальной стоимости активов, вывод активов)
<i>Результат</i>	
Сокращение количества финансовых институтов в результате банкротства	Сокращение количества финансовых институтов в результате отзыва лицензии, банкротства
Государственная поддержка системно значимых финансовых институтов	Государственная поддержка системно значимых финансовых институтов (создание Фонда консолидации банковского сектора в 2017 г. Банком России)
Внесение изменений в систему регулирования финансовых рынков	Внесение изменений в систему регулирования банковской деятельности

3. АНАЛИЗ ДИНАМИКИ БАНКРОТСТВА ЮРИДИЧЕСКИХ ЛИЦ

На рис. 1 приведены данные о количестве компаний, признанных арбитражными судами несостоятельными (банкротами) с 2007 по 2017 год, когда в российском банковском секторе прошли значительные трансформационные изменения. Как отмечалось выше, переход к оздоровлению банковского сектора, проводимому Банком России на системной основе, начал с четвертого квартала 2013 года. Динамика банкротства компаний промышленного сектора (Единый государственный

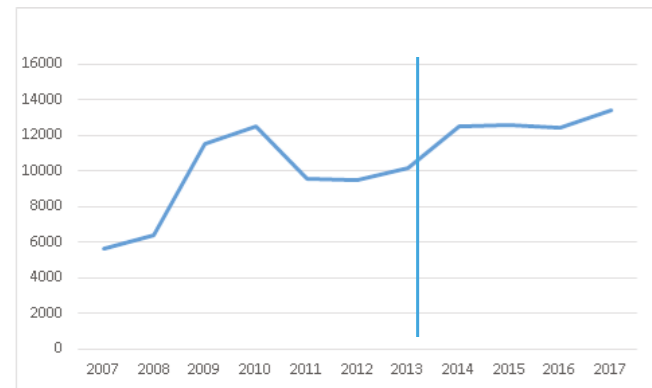


Рис. 1. Динамика банкротства юридических лиц. Вертикальная черта показывает начало оздоровления банковского сектора

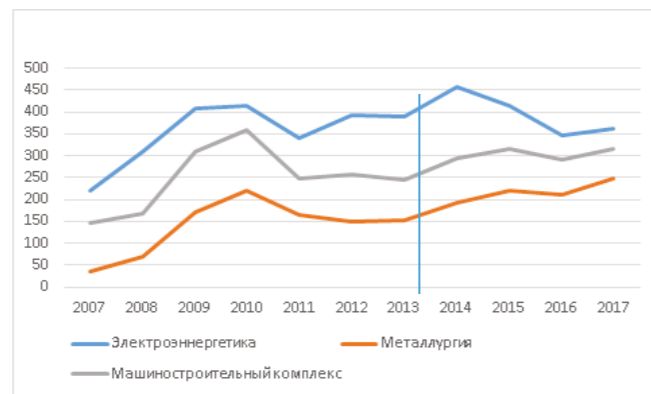


Рис. 2. Динамика банкротства юридических лиц по отраслям промышленности. Вертикальная черта показывает начало оздоровления банковского сектора

реестр, [б.г.]) (рис. 2) указывает на то, что рост количества компаний-банкротов совпадал с ростом количества банков, у которых отзывались лицензии Банком России (Справочник по кредитным организациям, [б.г.]) (рис. 3).

На основании данных Центрального банка РФ (Итоги, 2018) мы изучили деятельность 10 кредитных организаций, у которых отозваны лицензии с 2014 по 2016 год. [Справочник по кредитным организациям]. Данные кредитные организации работали на рынке начиная с первой половины 1990-х годов, в основном занимались корпоративным кредитованием. Наибольшую долю активов составляли креди-

4. ФИНАНСОВАЯ СТРАТЕГИЯ И ВЛИЯНИЕ НА ФИНАНСОВОЕ ПОЛОЖЕНИЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

Составным элементом общей корпоративной стратегии развития является финансовая стратегия: способы привлечения финансовых ресурсов, формирование централизованного финансового фонда и его дальнейшее распределение согласно нуждам предприятия. В свою очередь, одним из направлений финансовой стратегии хозяйствующего субъекта является привлечение источников финансирования в виде банковских кредитов.

Анализ финансово-хозяйственной деятельности компаний проведен на основании данных бухгалтерской (финансовой) отчетности юридических лиц (Федеральная служба государственной статистики, [б.г.]; Единый федеральный реестр, [б.г.]) и данных СМИ. Выявлено постепенное ухудшение ключевых финансовых показателей:

- существенное сокращение выручки и себестоимости, что указывает на существенное падение объемов производства;
- убыточность деятельности;
- существенное сокращение или отрицательное значение чистых активов;
- существенный рост дебиторской и кредиторской задолженности;
- выбытие внеоборотных активов.

Долговая нагрузка связана со структурой капитала, представляющего собой соотношение между объемом собственного капитала и заемными средствами. Определение оптимальной структуры капитала и факторов, оказывающих влияние на принятие решений о структуре капитала, подробно рассмотрено в научной литературе. Значительная долговая нагрузка

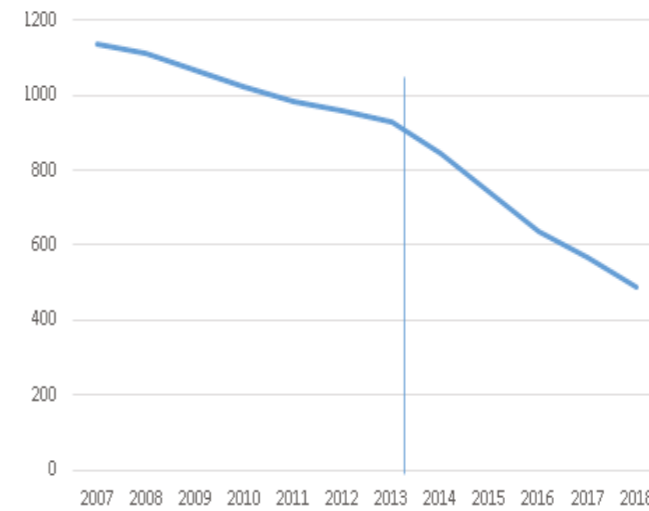


Рис. 3. Количество действующих кредитных организаций. Вертикальная черта показывает начало оздоровления банковского сектора

ты юридическим лицам и в меньшей степени физическим лицам. Поводом для такой меры послужили неисполнение федеральных законов, регулирующих банковскую деятельность, и нормативных актов Банка России, значение нормативов достаточности собственных средств (капитала) ниже 2%, снижение размера собственных средств (капитала) ниже минимального значения уставного капитала, установленного на дату государственной регистрации банка, неоднократное применение в течение одного года мер, предусмотренных законом (Федеральный закон, 2002).

Таблица 2
Взаимосвязь мировых финансовых кризисов, а также сложных экономических условий и динамики банкротства

Этап 1 (март 2014 года – март 2015 года)	Этап 2 (апрель 2015 года – октябрь 2015 года)	Этап 3 (ноябрь 2015 года – декабрь 2016 года)	Этап 4 (январь 2017 года – декабрь 2017 года)
<i>Факторы (драйверы)</i>			
Закрытие внешних финансовых рынков. Рост волатильности обменного курса	Волатильность обменного курса	Стагнация инвестиций в основной капитал	Медленное восстановление инвестиционного спроса
Рост процентных ставок (вследствие повышения ключевой ставки Центрального банка)	Снижение процентных ставок (вследствие снижения ключевой ставки Центрального банка)	Период стабильности процентных ставок	Политика консервативного снижения ключевой ставки
Ухудшение условий рефинансирования предприятий	Улучшение условий рефинансирования предприятий	Период стабильности процентных ставок	Политика консервативного снижения ключевой ставки
Снижение рентабельности предприятий	Повышение рентабельности предприятий	Повышение рентабельности предприятий	Политика консервативного снижения ключевой ставки
Сокращение совокупного спроса	Сокращение совокупного спроса	Затяжной характер падения реальных располагаемых доходов	Стагнация платежеспособного потребительского спроса
<i>Эффект</i>			
Рост числа банкротств в экономике	Снижение интенсивности банкротств	Стабилизация интенсивности банкротств, но выше докризисного уровня	Наращение новой волны банкротств: возврат к кризисным значениям

увеличивает риски финансовой стабильности и может оказывать ограничивающее влияние на развитие компании.

Кроме того, можно выделить основные драйверы банкротств предприятий, связанные с финансовыми факторами (отмечены цветом в табл. 2), особенно в период наибольшего количества банкротств, что также указывает на значительную взаимозависимость финансового и реального секторов экономики (Рыбалка, Сальников, 2018). Рост числа банкротств совпадает с наступлением кризисных явлений на мировом и национальном рынках (этапы 1 и 4).

5. РЕЗУЛЬТАТЫ ОПРОСА БАНКА РОССИИ

С целью изучения ожидания предприятий на 2018 год и планируемого роста выпуска Банк России провел опрос производителей промышленной и сельскохозяйственной продукции (236 респондентов):

- Большинство компаний не планировали снижать объем инвестиций в основной капитал: увеличить их планировали 45% компаний, оставить на прежнем уровне – 38%.
- Только 17% респондентов отмечают, что в 2018 году они планируют сокращение инвестиционных планов.
- У экспортеров среднее ожидаемое изменение инвестиций в основной капитал значительно больше, чем у предприятий, не занятых экспортной деятельностью (35% против 19%). Таким образом, создаются мощности для производства новой, конкурентоспособной продукции на мировом рынке.
- В большей степени увеличивают инвестиции (в среднем 42,2%) крупные предприятия с численностью сотрудников свыше 1000 человек. Более мелкие компании планируют значительно меньший рост инвестиций или вовсе их сокращение (Предприятия, 2018).

6. ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

Для российского банковского сектора характерна эмпативность, которая зачастую выражается в кредитовании отдельных проектов собственников банка в реальном секторе экономики (промышленности) без надлежащей оценки качества финансируемых проектов и влечет за собой соответствующие негативные последствия для обеих сторон. С учетом взаимной зависимости кредитных организаций и предприятий реального (промышленного) сектора экономики банкротство первых может повлечь за собой банкротство вторых и наоборот.

Долговая нагрузка компаний оказывает негативное влияние на динамику инвестиционной деятельности в кризисные и посткризисные периоды. Основные системные риски банковской сферы связаны с ухудшением платежеспособности заемщиков и возникновением угрозы аккумуляции активов ненадлежащего качества, накопление кредитных рисков негативно влияет на устойчивость банковской системы.

Также исследовано планомерное влияние Банка России на управление процессом кредитования промышленных предприятий, которое в свою очередь оказывает влияние на экономический рост и развитие банковской сферы, устойчивость которой отражает состояние национальной экономики.

Таким образом, существует целый комплекс факторов финансового характера, оказывающий влияние на управление развитием промышленных предприятий с точки зрения устойчивого и стабильного функционирования в сложных экономических условиях, что является особенно актуальной исследовательской задачей в настоящее время.

ЛИТЕРАТУРА

1. Единый государственный реестр юридических лиц ([б.г.]). URL: <https://egrul.nalog.ru>.
2. Единый федеральный реестр сведений о банкротстве ([б.г.]). URL: <https://bankrot.fedresurs.ru>.
3. Итоги десятилетия 2008–2017 годов в российском банковском секторе: тенденции и факторы (2018). № 31. Июнь // Центральный банк Российской Федерации. URL: <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/43933/wps31.pdf>.
4. Картоoteca арбитражных дел ([б.г.]). URL: <http://kad.arbitr.ru>.
5. Предприятия смотрят на 2018 год с умеренным оптимизмом: результаты опроса: Аналитическая записка Департамента исследований и прогнозирования Банка России, январь 2018 г. Центральный банк Российской Федерации. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/33601/analytic_note_180129_dip.pdf.
6. Рыбалка А., Сальников В. (2018). Банкротства юридических лиц в России: основные тенденции IV квартала 2017 // Центр макроэкономического анализа и краткосрочного прогнозирования (ЦМАКП). URL: http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Bnkrpc-4-17.pdf.
7. Справочник по кредитным организациям ([б.г.]) // Центральный банк Российской Федерации. URL: <http://www.cbr.ru/credit/main.asp>.
8. Трачук А. В. (2014). Концепция динамических способностей: в поиске микрооснований // Экономическая наука современной России. № 4 (67). С. 39–48.
9. Трачук А. В., Линдер Н. В. (2016). Влияние ограничений ликвидности на вложения промышленных компаний в исследования и разработки и результативность инновационной деятельности // Эффективное Антикризисное Управление. № 1. С. 80–89.
10. Федеральная служба государственной статистики ([б.г.]). URL: <http://www.gks.ru>.
11. Федеральный закон «О Центральном банке Российской Федерации (Банке России)» от 10.07.2002 № 86-ФЗ // КонсультантПлюс. URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/.
12. Arcand J.-L., Berkes E., Panizza U. (2012). Too Much Finance? // IMF Working Paper. № 161. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Too-Much-Finance-26011>.
13. Bezemer D., Grydaki M., Zhang L. (2014). Is Financial Development Bad for Growth? Groningen: University of Groningen, SOM research school. (SOM Research Reports; Vol. 14016-GEM).
14. Easterly W., Islam R., Stiglitz J.E. (2000). Shaken and Stirred: Explaining Growth Volatility // Annual World Bank

Conference on Development Economics/Eds. B. Pleskovic N. Stern. New Hampshire: World Bank Publications. P. 191–211.

15. Cecchetti S. G., Kharroubi E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth // BIS Working Papers. Vol. 381. URL: <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>.
16. Levine R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence // Handbook of Economic Growth / Ed. by P. Aghion, S. Durlauf. New York: Elsevier. P. 865–934.
17. Shen C.-H., Lee C.-C. (2006). Same financial development yet different economic growth: Why? // Journal of Money, Credit and Banking. № 38 (7). P. 1907–1944. DOI: <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>.

REFERENCES

1. Edinyj gosudarstvennyj reestr yuridicheskikh lic. ([b.g.]). [Unified State Register of Legal Entities. ([s.a.]). (In Russ.)]. <https://egrul.nalog.ru>.
2. Edinyj federal'nyj reestr svadenij o bankrotstve. ([b.g.]). [Unified Federal Register of Bankruptcy Information ([s.a.]). (In Russ.)]. <https://bankrot.fedresurs.ru>.
3. Itogi desyatiletija 2008–2017 godov v rossijskom bankovskom sektore: tendencii i faktory (2018). № 31. Iyun // Central'nyj bank Rossijskoj Federacii. [The results of the decade 2008–2017 in the Russian banking sector: trends and factors. 2018. № 31. June. *The Central Bank of the Russian Federation*. (In Russ.)]. <https://www.cbr.ru/Content/Document/File/43933/wps31.pdf>.
4. Kartoteka arbitrazhnykh del. ([b.g.]). [The database of arbitration cases. ([s.a.]). (In Russ.)]. <http://kad.arbitr.ru>.
5. Predpriyatiya smotryat na 2018 god s umerennym optimizmom: rezul'taty oprosa: Analiticheskaya zapiska Departamenta issledovaniy i prognozirovaniya Banka Rossii. Yanvar 2018 g. // Central'nyj bank Rossijskoj Federacii. [The enterprises are looking at 2018 with a moderate optimism: the results of poll: Analytical note of the Research and Forecasting Department of the Bank of Russia, January 2018. *The Central Bank of the Russian Federation*. (In Russ.)]. https://www.cbr.ru/Content/Document/File/33601/analytic_note_180129_dip.pdf.
6. Rybalka, A. Salnikov V. (2018). Bankrotstva yuridicheskikh lic v Rossii: osnovnye tendencii IV kvartal 2017 / Centr makroekonomicheskogo analiza i kratkosrochnogo prognozirovaniya (CMAKP). [B.m.]. [Rybalka A., Salnikov V. (2018). Bankruptcy of legal entities in Russia: main trends IV quarter 2017/Center for Macroeconomic Analysis and Short-term Forecasting. [S. I.]. (In Russ.)]. http://www.forecast.ru/_ARCHIVE/Analytics/PROM/2017/Bnkrpc-4-17.pdf.
7. Spravochnik po kreditnym organizacijam ([b.g.]) // Central'nyj bank Rossijskoj Federacii. [The database of credit organizations. *The Central Bank of the Russian Federation*. (In Russ.)]. <http://www.cbr.ru/credit/main.asp>.
8. Trachuk, A. V. (2014). Konceptiya dinamicheskikh sposobnostej: v poiske mikroosnovanij // Ekonomicheskaya nauka sovremennoj Rossii. 4(67):39–48 [Trachuk, A. V. (2014). The concept of dynamic capabilities: in search of micro bases.

Economic science of modern Russia. 4(67):39–48. (In Russ.)].

9. Trachuk, A. V. Linder, N. V. (2016). Vliyanie ogranichenij likvidnosti na vlozheniya promyshlennykh kompanij v issledovaniya i razrabotki i rezul'tativnost' innovacionnoj deyatel'nosti // Effektivnoe antikrizisnoe upravlenie. 1:80–89. [Trachuk, A. V., Linder, N. V. (2016). The impact of liquidity constraints on the investment of industrial companies in research and development and the effectiveness of innovation. *Effective crisis management*. 1:80–89. (In Russ.)].
10. Federal'naya sluzhba gosudarstvennoj statistiki ([b.g.]). [Federal State Statistics Service ([s.a.]). (In Russ.)]. <http://www.gks.ru>.
11. Federal'nyj zakon «O Central'nom banke Rossijskoj Federacii Banke Rossii» ot 10.07.2002 N 86-FZ // Konsul'tantPlyus [Federal Law «On the Central Bank of the Russian Federation (Bank of Russia)» dated July 10, 2002 No. 86-FZ. *Konsul'tantPlyus*. (In Russ.)]. http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_37570/.
12. Arcand, J.-L., Berkes, E., Panizza, U. (2012). Too Much Finance? *IMF Working Paper*: 161. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Too-Much-Finance-26011>.
13. Bezemer, D., Grydaki, M., Zhang, L. (2014). Is Financial Development Bad for Growth? Groningen: University of Groningen, SOM research school. (SOM Research Reports; 14016-GEM).
14. Easterly, W., Islam, R., Stiglitz, J. (2000). Shaken and stirred: explaining growth volatility. In: B. Pleskovic, N. Stern (Eds.). Annual World Bank Conference on Development Economics. New Hampshire: World Bank Publications. 191–211.
15. Cecchetti, S. G., Kharroubi, E. (2012). Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Papers*. 381. <https://www.bis.org/publ/work381.pdf>.
16. Levine, R. (2005). Finance and Growth: Theory and Evidence. In: Handbook of Economic Growth, ed. by P. Aghion, S. Durlauf. New York: Elsevier. 865–934.
17. Shen, C.-H., Lee, C.-C. (2006). Same financial development yet different economic growth: Why? *Journal of Money, Credit and Banking*. 38(7):1907–1944. DOI: <http://dx.doi.org/10.1353/mcb.2006.0095>.

ИНФОРМАЦИЯ ОБ АВТОРЕ

А. В. Степанян

Менеджер «Эрнст энд Янг (СНГ) Б. В.», филиал в Москве. Область научных интересов: стратегии и управление развитием промышленных компаний. E-mail: anush.v.stepanyan@mail.ru

ABOUT THE AUTHOR

Anush V. Stepanyan

Manager at Ernst Young (CIS) B. V., Moscow branch. Research interests: strategy and management of development of the industrial companies. E-mail: anush.v.stepanyan@mail.ru