

**Федеральное государственное бюджетное образовательное
учреждение высшего образования
«РОССИЙСКАЯ АКАДЕМИЯ НАРОДНОГО ХОЗЯЙСТВА
И ГОСУДАРСТВЕННОЙ СЛУЖБЫ
ПРИ ПРЕЗИДЕНТЕ РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ»**

Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.

**Влияние государственной собственности на
эффективность деятельности компаний и их
активность на российском фондовом рынке**

Москва 2020

Аннотация. В работе рассматриваются различные аспекты измерения государственного сектора в экономике, а также влияние размера государственного вмешательства на эффективность деятельности как корпоративного сектора, так и развитие фондового рынка. Показано, что государственный сектор в России растет по целой совокупности различных мер. Кроме того, получены оценки государственного сектора для выборки стран и выявлено негативное их влияние на все меры развития фондового рынка: капитализацию, объемы биржевых торгов акциями и размеры финансовых активов домашних хозяйств.

Было показано, что изменения показателей капитализация/ ВВП, объем биржевых торгов акциями / ВВП и стоимости финансовых активов домашних хозяйств по отношению к располагаемому ими доходу зависит не только от экономических, финансовых и демографических факторов, но и от той роли которую в экономике играет государство.

Радыгин А.Д. декан экономического факультета Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Абрамов А.Е. заведующий научно-исследовательской лабораторией анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Чернова М.И. научный сотрудник лаборатории анализа институтов и финансовых рынков ИПЭИ Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ

Данная работа подготовлена на основе материалов научно-исследовательской работы, выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2019 год

Содержание

Введение	4
1 Динамика масштабов государственного сектора в России	5
2 Меры развития финансового рынка.....	8
3 Влияние государства на развитие финансового рынка.....	15
Заключение.....	29
Список использованной литературы	31

Введение

В работе рассматриваются различные аспекты измерения государственного сектора в экономике, а также влияние размера государственного вмешательства на эффективность деятельности как корпоративного сектора, так и развитие фондового рынка, получены оценки государственного сектора для выборки стран и выявлено негативное их влияние на все меры развития фондового рынка: капитализацию, объемы биржевых торгов акциями и размеры финансовых активов домашних хозяйств.

Было показано, что изменения показателей капитализация/ ВВП, объем биржевых торгов акциями / ВВП и стоимости финансовых активов домашних хозяйств по отношению к располагаемому ими доходу зависит не только от экономических, финансовых и демографических факторов, но и от той роли которую в экономике играет государство. Научной новизной исследования является включение в состав таких переменных данных о доле компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации разных стран в выборке. Это позволило обосновать, что государственное вмешательство в экономику, характеризуемое долей КГУ в капитализации акций в той или иной стране, отрицательно влияет на показатели совокупной капитализации, объема биржевых торгов и размера финансовых активов домашних хозяйств.

Наоборот, положительное влияние на все три указанных показателя оказывают факторы роста кредитования частного сектора, открытости экономики, эффективности государственного управления и благоприятного инвестиционного климата в стране. Это показывает, что гибкое государственное вмешательство в экономику, которое не нарушает рыночных механизмов, может способствовать развитию фондовых рынков.

Негативное влияние на капитализацию, ликвидность акций и финансовые активы домашних хозяйств оказывает рост тех или иных характеристик роли государственного бюджета в экономике (например, рост государственных расходов или доходов).

Выявленные в исследовании закономерности позволяют определить те меры, реализация которых, как правило, способствуют росту капитализации, ликвидности биржевого рынка акций и финансовых активов домашних хозяйств в разных странах.

Настоящий препринт был написан на основе научно-исследовательской работы на тему «Влияние государственной собственности на эффективность деятельности компаний и их активность на российском фондовом рынке», выполненной в соответствии с Государственным заданием РАНХиГС при Президенте Российской Федерации на 2019 г.

1 Динамика масштабов государственного сектора в России

Как показано на рисунке 1 доля компаний с государственным участием (КГУ) в ВВП России выросла с 20,0% в 2000 г. до 38,5% ВВП в 2018 г., в том числе в течение последних лет – с 30,0% в ВВП в 2013 г. до 38,5% ВВП в 2018 г.

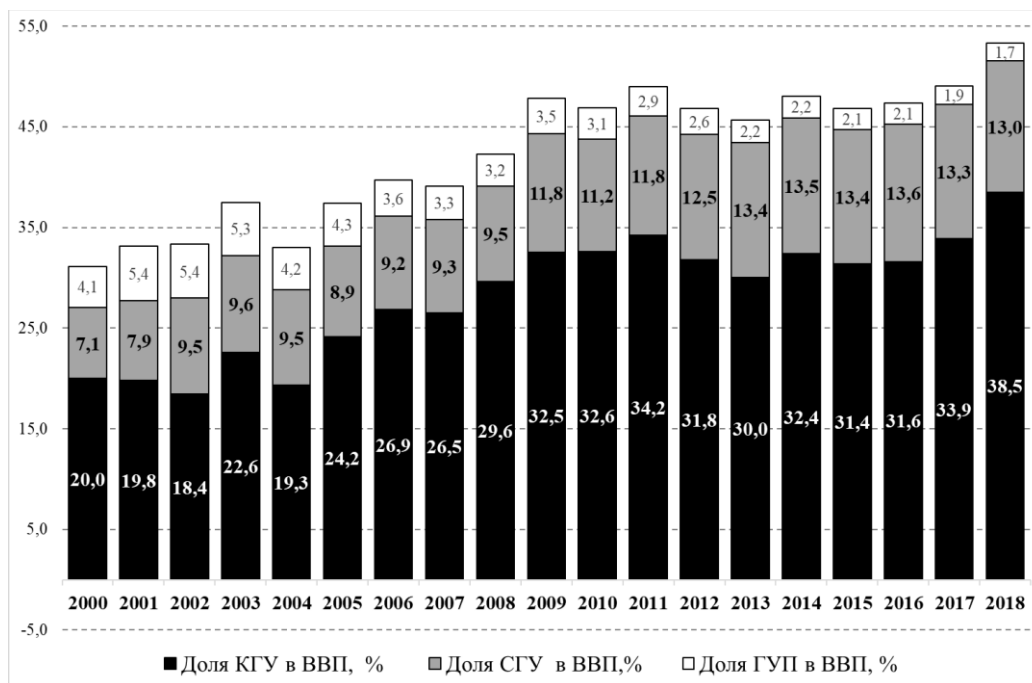


Рисунок 1 – Доля компаний с государственным участием (КГУ), сектора государственного управления (СГУ) и государственных унитарных предприятий (ГУП) в ВВП России в 2000-2018 гг., %

Доля сектора государственного управления (СГУ), рассчитываемая по данным официальной Статистики национальных счетов, также выросла с 7,1% ВВП в 2000 г. до 13,0% ВВП в 2018 г. Доля государственных унитарных предприятий (ГУП), наоборот, снизилась с 4,1% ВВП в 2000 г. до 1,7% ВВП в 2018 г. Совокупная доля государственного сектора экономики выросла с 31,2% ВВП в 2000 г. до 53,3% ВВП в 2018 г., в том числе в последние годы с 46,8% ВВП в 2015 г. до 53,3% ВВП в 2018 г.

Компании с государственным участием занимают существенную долю в совокупной стоимости капитализации акций российских акционерных обществ. Однако ее изменения носят циклический характер в целом, привязанные к изменениям цены на сырье и материалы (рисунок 2). Сначала доля КГУ в совокупной капитализации выросла с 33,4% 2001 г. до 54,7% в 2006 г. Начиная с 2007 г. доля КГУ в капитализации снизилась с 54,7% в 2006 г. до 45,1% в 2014 г., а в последующем она выросла до 51,6% в 2018 г. Доля КГУ в капитализации корпоративных облигаций выросла с 9,9% в 2003 г. до 55,1% в 2018 г.

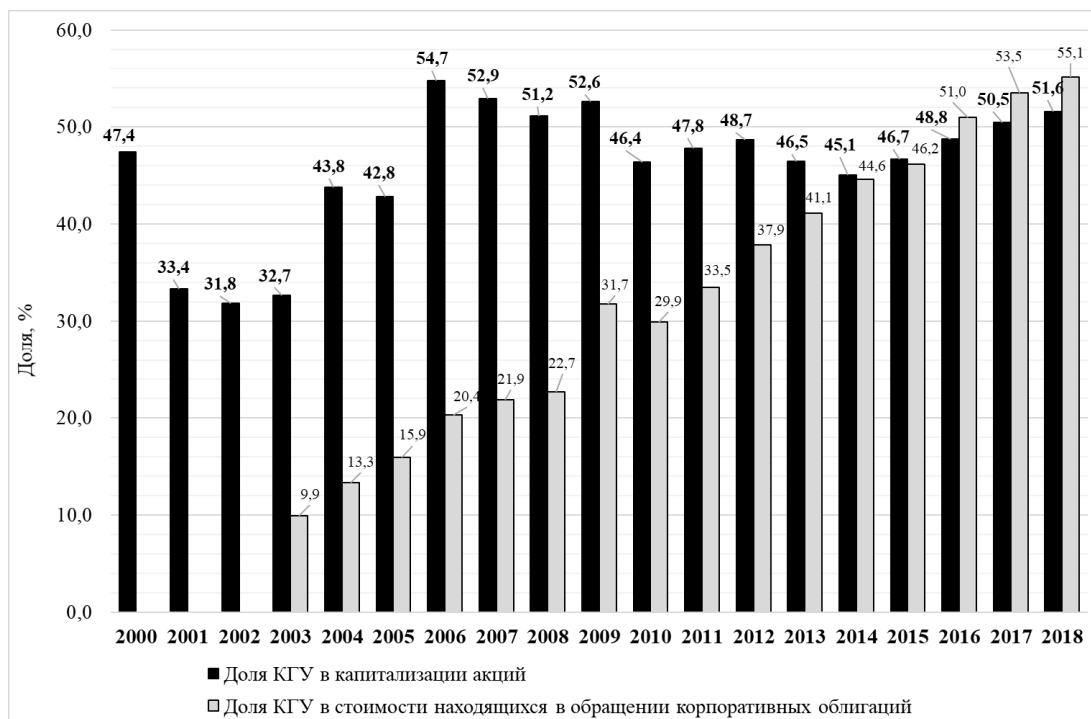


Рисунок 2 – Доля компаний с государственным участием (КГУ) в совокупной капитализации акций и общей стоимости корпоративных облигаций, находящихся в обращении, на российском финансовом рынке в 2000-2018 гг., %

В настоящее время указанные данные публично раскрываются с учетом ежегодных обновлений на страницах ИПЭИ РАНХиГС в глобальной сети «Интернет»¹.

Одним из способов оценки государственного сектора и его масштабов является расчет доли крупнейших компаний с государственным участием (КГУ) в ВВП. Авторами разработана методика по расчету валовой добавленной стоимости отдельных компаний, которая затем применена к десяти крупнейшим по выручке компаниям с государственным участием. В таблице 1 показана валовая добавленная стоимость в исходных ценах 8 нефинансовых компаний и двух банков. По нашим расчетам, на крупнейшие десять КГУ в 2018 году пришлось 17,6% ВВП. Стремительный рост этой доли по сравнению с 2017 годом обусловлен ростом выручки ПАО Газпром и ПАО Роснефть, а также включением ПАО Магнит в состав КГУ через косвенную государственную долю.

¹ <https://ipei.ranepa.ru/ru/kgu>

Таблица 1 – Валовая добавленная стоимость крупнейших КГУ (млрд. руб.) и их доля в ВВП (%), 2016-2018 гг.

	Валовая добавленная стоимость, млрд руб.			Доля в ВВП, %		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
Нефинансовые компании						
Роснефть	3921000	4475000	5771000	4.56%	4.86%	5.56%
Газпром	3053440	3543266	5590177	3.55%	3.85%	5.30%
РЖД	1363375	1607018	1589732	1.59%	1.74%	1.53%
Магнит	1007457	1079728	1171683	1.17%	1.17%	1.13%
Татнефть	359925	475241	686535	0.42%	0.52%	0.66%
Транснефть	564729	603288	630803	0.66%	0.66%	0.61%
Россети	436259	432130	465734	0.51%	0.47%	0.45%
Интер РАО	113171	128153	166115	0.13%	0.14%	0.16%
Финансовые компании						
Сбербанк	1305786.4	1695777	1722457	1.52%	1.84%	1.66%
ВТБ	398703	584110.5	569694.2	0.46%	0.63%	0.55%
				13.39% ¹	14.71% ¹	17.60%

Примечания: ¹ – без учета ПАО Магнит. Источник: расчеты авторов по отчетности компаний

Для оценки влияния государства на развитие фондовых рынков рассматривается набор факторов, влияющих на ряд ключевых показателей развития фондового рынка: капитализацию, объемы биржевых торгов акциями и размеры финансовых активов домашних хозяйств.

2 Меры развития финансового рынка

Капитализация, является одним из ключевых индикаторов привлекательности акционерных компаний для инвесторов и целей для менеджмента компаний. Рост стоимости компаний позволяет привлекать больше инвестиций в форме публичных размещений акций, а их владельцам привлекать новые финансовые ресурсы от инвесторов под залог принадлежащих им акций. Как отмечено в одной из публикаций в Wall Street Journal (Столл [1]), несмотря на разного рода дискуссии в обществе, рост цен акций и капитализация остаются ключевым критерием оценки эффективности деятельности CEO большинства крупных американских компаний (Столл [1]). Используется доля стоимости капитализации акций в разных странах по отношению к ВВП.

Объем биржевых торгов акциями отражает эффективность исполнения публичным рынком функций справедливого ценообразования активов в процессе балансировки спроса и предложения, а также перераспределения финансовых потоков в пользу более эффективно работающих компаний. Ликвидность рынка акций является одним из ключевых механизмов защиты прав миноритарных акционеров компаний путем предоставления им права голоса ногами в случае оппортунистического поведения менеджмента акционерных компаний. В работе использован показатель объема биржевых торгов акциями по отношению к ВВП.

Финансовые активы домашних хозяйств, нормированные по уровню располагаемых ими дохода, характеризуют вклад финансового рынка в формирование благосостояния граждан. В качестве индикатора в исследовании используется показатель доли стоимости финансовых активов домашних хозяйств по отношению к размеру располагаемых ими доходов.

В академической литературе исследуются разные каналы, с помощью которых государство может оказывать влияние на фондовый рынок. К числу каналов влияния государства на показатели развития финансового рынка можно отнести следующие меры (Всемирный банк [2]):

- создание благоприятного инвестиционного климата и институтов, способствующих привлечению инвестиций, росту стоимости бизнеса и благосостояния домашних хозяйств;
- формирование условий для роста сбережений домашних хозяйств и развития финансовых институтов, включая пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы.
- поддержание стабильной макроэкономической среды;

- прямое участие государственных структур в управлении бизнесом в качестве собственников акций и долей компаний.

Используемые нами показатели капитализации, ликвидности биржевого рынка акций и финансовых активов домашних хозяйств являются одними из ключевых индикаторов результативности политики государств по развитию фондовых рынков.

Теоретическую основу исследования составляет ряд научных публикаций, посвященных проблемам влияния на развитие фондового рынка экономических, социальных и институциональных факторов.

Начиная с монографии Голдсмита [3], большинство исследований указывают на наличие тесной связи между экономическим ростом в разных странах и общим уровнем развития их финансовых систем, в отличие от влияния на рост ее структуры, то есть преобладания в ней влияния банков или финансовых рынков. Однако согласно оценкам экспертов Всемирного банка, для эффективности финансовой системы важное значение имеет наличие конкуренции между банками и фондовыми рынками, когда инновации в одном из секторов стимулируют нововведения в других секторах, способствуя росту инвестиций и снижению издержек инвесторов.

Фама [7] на примере данных по США за 1953-1977 гг. показал, что существует негативная взаимозависимость между реальной доходностью акций и инфляцией, которая опосредована через фактор реальной деловой активности.

В литературе, как правило, подчеркивается важность влияния макроэкономических показателей на развитие финансового рынка. Например, Гарсиа и Лиу [5] на выборке из 15 стран с 1980 по 1995 гг. показали, что выпуск, норма сбережения, развитие финансовых посредников и ликвидность фондового рынка являются детерминантами финансового развития, которое они измеряют капитализацией.

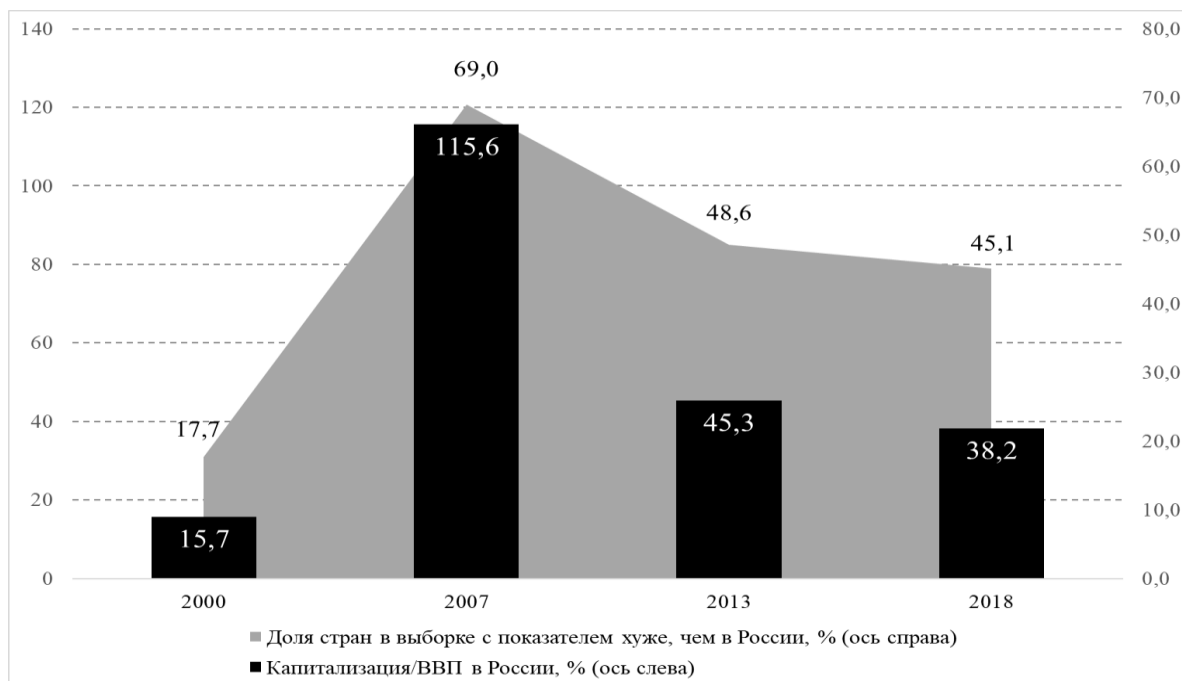
Влияние институтов на развитие финансового рынка показывается в большом количестве работ. Например, Пагано [6] выделяет важность прозрачности и регулирования для уверенности инвесторов и, следовательно, развития рынка. Ла Порта и др. [7, 8, 9, 10] обосновали, что важным фактором, влияющим на уровень развития как фондовых рынков, так и банков оказывает наличие правовой системы и правоприменения, обеспечивающей защиты интересов акционеров и кредиторов.

Большое число академических работ посвящено влиянию государственной собственности на результаты деятельности компаний, включая их различные финансовые характеристики. В процессе систематизации данных исследований нами было сформулировано следующее предположение. Хотя длящиеся уже свыше полувека теоретические дискуссии о преимуществах и недостатках государственного предпринимательства, в том числе в общем контексте «провалов государства» и «провалов

рынка», не столь однозначны, подавляющее большинство эмпирических исследований второй половины XX в. дает безусловные аргументы именно в пользу частных компаний Абрамов и др. [11]. Радыгин и др. [12] зафиксировали тенденцию к росту доли КГУ в совокупной капитализации российских компаний: за 18 лет данный показатель вырос не так значительно – с 47,4% в 2000 г. до 50,5% в 2017 г.

Тенденции в сфере капитализации, объема биржевых торгов акциями и финансовых активов домашних хозяйств в России рассматриваются на временном периоде 2000-2018 гг. до 2018 г. Анализ указанных показателей проведен в двух измерениях: оценки динамики показателей, свойственных российскому финансовому рынку, и путем сопоставления места России по данному критерию среди других стран в выборках. Для большей наглядности весь временной горизонт был разбит на три периода: роста фондового рынка в 2000-2007 гг.; кризиса и последующего восстановления рынка в 2008-2013 гг. и работы рынка в условиях санкций и под надзором мегарегулятора в 2014-2018 гг. Границами данных временных промежутков являются 2000, 2007, 2013 и 2018 годы.

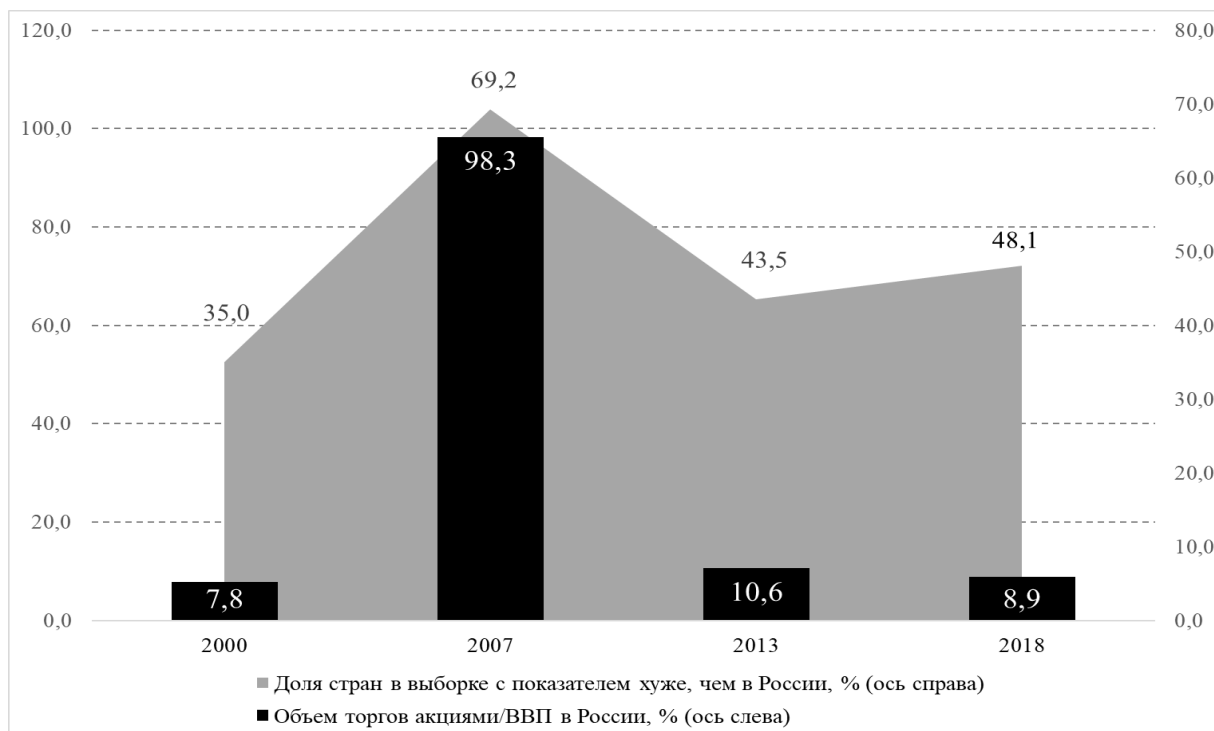
В первой половине 2000-х годов благодаря, прежде всего, притоку иностранных инвестиций российский фондовый рынок добился больших успехов в росте капитализации компаний, которая выросла с 15,7% в 2000 г. до 115,6% в 2007 г. (рисунок 3). Если в 2000 г. только 18% стран уступали России по размеру капитализации к ВВП, то к 2007 г. доля таких стран достигла почти 70%. Однако кризис 2008 г. и последующее медленное восстановление фондового рынка привело к серьезным негативным изменениям его конкурентных позиций. Размер капитализации российских компаний снизился со 115,6% ВВП в 2007 г. до 45,3% в 2013 г., число стран, уступающих России по критерию капитализации, снизилось с 69,0% до 48,6%. В последующие годы объективные сложности в доступе к финансовым ресурсам на глобальных рынках у крупнейших компаний из-за санкций, к сожалению, не были компенсированы соответствующими изменениями в экономической политике и регулировании финансового рынка. Серьезным ограничением роста внутреннего спроса на акции стала заморозка пенсионных накоплений, введенная с 2014 г. В результате доля капитализации к ВВП продолжила снижение с 45,3% ВВП в 2013 г. до 38,2% в 2018 г.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 3 – Доля капитализации к ВВП в России (%) и доля стран из выборки, у которых значение данного показателя оказалось ниже, чем по России (%)

Не лучше ситуация с показателем доли биржевых торгов акциями к ВВП (рисунок 4). В первой половине 2000-х годов данный показатель на российском фондовом рынке вырос с 7,8% ВВП в 2000 г. до 98,3% ВВП в 2007 г. В 2000 г. 35,0% стран уступали России по размеру ликвидности рынка акций к ВВП, а к 2007 г. доля таких стран достигла почти 69,2%. После кризиса 2008 г. объем биржевых торгов с 98,3% ВВП в 2007 г. до всего 10,6% в 2013 г., число стран, уступающих России по критерию ликвидности рынка акций, снизилось с 69,2% до 43,5%. В 2013-2018 гг. также не удалось преодолеть негативную тенденцию падения объемов биржевых торгов акциями; их объем к ВВП продолжила снижение с 10,6% ВВП в 2013 г. до 8,9% в 2018 г. Доля стран, уступающих по относительному размеру капитализации России, немного повысилась с 43,5% до 48,1% , однако это объясняется техническими причинами, а именно, сокращения выборки за счет 5 стран с высоким значением показателя ликвидности рынка акций из-за консолидации их национальных рынков на фондовых биржах Euronext и Лондонской фондовой бирже.

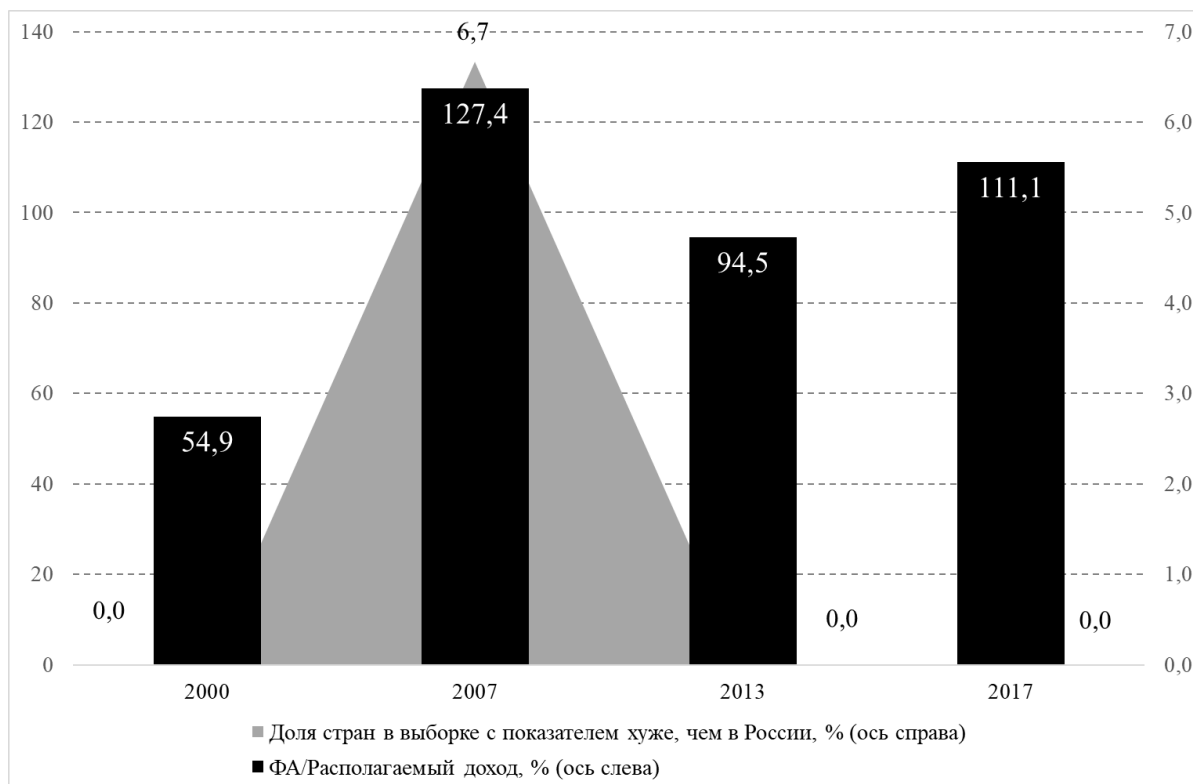


Источник: расчеты авторов

Рисунок 4 – Доля объема биржевых торгов акциями к ВВП в России (%) и доля стран из выборки, у которых значение данного показателя оказалось ниже, чем по России (%)

В силу ограничений в международной статистике выборка стран с данными о размере финансовых активов домашних хозяйств включает лишь 30 стран², на фоне которых показатели по России выглядят еще более скромными. В первой половине 2000-х годов доля финансовых активов домашних хозяйств к располагаемому ими доходу выросла с 54,9% в 2000 г. до 127,4% в 2007 г. (рисунок 5). Если в 2000 г. по данному показателю Россия уступала всем странам в выборке, то к 2007 г. ей удалось опередить несколько стран, составлявших 6,7% выборки. Однако после кризиса 2008 г. – в 2013-м и 2017 гг. по рассматриваемому показателю финансовых активов домашних хозяйств Россия снова занимала последнее место в выборке из 30 стран. При этом величина ФАД к располагаемому доходу сначала снизилась с 127,4% в 2007 г. до 94,5% в 2013 г., а затем несколько повысилась до 111,1% в 2017 г.

² Австралия, Австрия, Бельгия, Великобритания, Венгрия, Германия, Греция, Дания, Ирландия, Испания, Италия, Канада, Латвия, Литва, Нидерланды, Новая Зеландия, Норвегия, Польша, Португалия, Россия, Словакия, Словения, США, Финляндия, Франция, Чехия, Швейцария, Швеция, Эстония, Япония.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 5 – Доля финансовых активов домашних хозяйств в сумме располагаемых ими доходов в России (%) и доля стран из выборки, у которых значение данного показателя оказалось ниже, чем по России (%)

Таким образом, как следует из приведенных на фоне других стран и собственных показателей, достигнутых перед кризисом 2008 г., по размерам капитализации, ликвидности биржевого рынка акций и финансовых активов домашних хозяйств текущие достижения российского финансового рынка являются весьма скромными. Конечно, значения данных показателей развития финансового рынка не рассматриваются как самоцель его развития. Однако они содержат значимую оценочную информацию о привлекательности акций российских компаний для инвесторов, качестве корпоративного управления, справедливости механизмов ценообразования активов, результативности финансового регулирования. Умение привлекать инвестиции является важным фактором конкурентоспособности стран в международной сфере.

Исследование факторов, влияющих на развитие финансового рынка в среднесрочном периоде, проведено на выборке из 71 страны на периоде 2009-2017 гг. Собранный панель данных достаточно специфична, так как состоит из большого количества объектов и малого количества наблюдений для каждого объекта (максимум 9 лет).

Временной период оказался ограничен, с одной стороны, большим лагом при публикации макроэкономических данных, например ВВП, сбережениях, инвестициях и т. п., при их агрегировании крупными поставщиками данных. С другой стороны, временной период ограничивается показателем присутствия государства на финансовом рынке

страны. В качестве прокси выбрана доля публичных КГУ в капитализации финансового рынка. Для расчета этого показателя использованы данные о текущей структуре собственности всех компаний в листинге по каждой из 75 стран из базы данных Bloomberg. Отсутствие исторических значений требует предположения о том, что структура собственности фиксирована в течение 10 предшествующих лет.

Для оценки многофакторных моделей использовался метод наименьших квадратов, так как использование методов панельных данных значительно затруднено.

3 Влияние государства на развитие финансового рынка

В качестве факторов, которые потенциально могли бы объяснить межстрановые и межвременные различия в показателях финансового рынка, используется ряд макроэкономических показателей. Наиболее традиционным фактором считается размер экономики, который измеряется ВВП. Протестированы две различные меры размера экономики:

1. ВВП на душу населения, в постоянных ценах (базовый год – 2011), рассчитанный по паритету покупательной способности (`gdppc_const11`).
2. Фиксированный на начало периода (2009 год) уровень реального ВВП (`gdp2009`) в долларовом выражении.

Так как все перечисленные показатели выражены в абсолютных значениях, то для нормировки данных используются соответствующие ряды в логарифмах. Нулевая гипотеза заключается в положительном влиянии размера страны на развитие финансового рынка.

Дополнительным фактором размера страны может служить численность населения. Используется логарифм численности населения из базы данных Penn (`popul_re`). Ожидается положительное влияние этого фактора.

Темпы экономического роста, выраженные в процентных приростах ВВП (`gdp_growth_wdi`), также потенциально могут оказывать влияние на развитие и активность фондового рынка. Причем у развивающихся рынков, как правило, темпы роста более высокие, а показатели финансового рынка – несколько ниже. Однако экономический рост, в целом, должен оказывать положительное влияние на экономику страны и, следовательно, инвестиционную активность. Таким образом, достаточно сложно однозначно сформулировать нулевую гипотезу для этого показателя.

Еще одним фактором, способным повлиять на фондовый рынок, является доля сельского населения (`rural_popul`). В целом, аграрным странам может быть достаточно непросто построить активные торги акциями и добиться высоких оборотов. Поэтому ожидается отрицательное влияние этого показателя на характеристики развития фондового рынка.

В качестве альтернативы фондовому рынку у инвестора существует выбор между другими финансовыми инструментами. Самые популярные из них – депозиты и облигации. Средняя ставка по депозитам (`deposit_rate`), или ключевая ставка в отсутствие данных о первом показателе, является прокси для наиболее безопасного для инвестора финансового инструмента. Нулевая гипотеза заключается в том, что при росте ставки депозитов на фондовом рынке должна наблюдаться меньшая активность, выраженная в падении объемов торгов. Среди причин можно выделить две основных. Во-первых, при росте доходности

наиболее безопасного варианта вложений при прочих равных привлекательность рискованных инвестиций в акции снижается внутри одной страны. Во-вторых, имеет место межстрановой аспект. Так, как правило, развивающиеся рынки имеют более высокие ключевые ставки или ставки по депозитам, которые компенсировали бы иностранным инвесторам страновой риск. Уровень развития фондового рынка на развивающихся рынках или в странах с повышенными рисками, как правило, меньше.

Второй альтернативой являются облигации. В качестве прокси наиболее безопасной альтернативы акциям среди ценных бумаг выбраны десятилетние государственные облигации (`bond_return`). Данные об их доходности получены из терминала Bloomberg. Нулевая гипотеза о влиянии доходности облигаций на объем торгов на фондовом рынке схожа с гипотезой для депозитов и предполагает отрицательное влияние. Потенциальной проблемой при оценке многофакторных моделей с этими факторами является их высокая корреляция, а также отсутствие данных о ставках депозитов для большой выборки стран. Для использованной выборки стран на периоде 2009-2017 гг. она составляет 0,83.

Доходность акций (`equity_return`) также может способствовать развитию финансового рынка и привлекать инвесторов, увеличивая капитализацию. Однако высокая доходность акций связана с высокой страновой премией для более рискованных, развивающихся рынков. Поэтому влияние может быть как положительным, так и отрицательным.

Сбережения населения (`savings_ratio`) также могут быть одним из факторов развития фондового рынка при условии, что население будет вовлечено в активную торговлю акциями. Таким образом, для выполнения этой гипотезы необходим достаточно высокий уровень финансовой грамотности населения, а также наличие сравнительных преимуществ инвестирования в акции. Таким образом, можно ожидать слабую положительную зависимость.

Объемы кредитования частного сектора являются одними из наиболее распространенных прокси для оценки развития финансовой системы страны. кредиты внутренним заемщикам, выданные финансовым сектором (`dom_credit_fin_sector`), кредиты внутренним заемщикам (`dom_credit_to_private`) и кредиты внутренним заемщикам, выданные банками (`dom_credit_banks`). Источник данных для всех рядов – Всемирный банк. Ожидается положительное влияние на характеристики фондового рынка.

Предложение денег или размер широкой денежной массы также является индикатором того, насколько развит финансовый рынок страны и насколько готовы инвесторы к рискованным инвестициям на нем. В качестве прокси используется объем широкой денежной массы как доля от ВВП (`broad_money`). Ожидается положительное влияние.

Открытость экономики является важным фактором долгосрочного развития рынка. В качестве меры открытости экономики используется отношение экспорта к ВВП (export). Ожидается положительное влияние.

Размер инвестиций в исследования и разработку как доля от ВВП (rnd_to_gdp) может охарактеризовать запас и денежные возможности бизнеса в стране, поэтому можно ожидать отрицательного влияния. Однако высокие инвестиции в развитие производятся, как правило, в развитых странах, где финансовый рынок активен. Поэтому единой нулевой гипотезы не выдвигается.

Приток иностранных инвестиций оживляет финансовый рынок, увеличивает объёмы торгов на них. Используется общий объем притока иностранных инвестиций как доля от ВВП (fdi_inflow) и ожидается положительное влияние

Показатели Worldwide Governance Indicators (WGI) характеризуют различные индикаторы государственного управления страной и рассчитываются Всемирным банком с 1996 года. Индексы государственной эффективности показывают, насколько государство страны соответствует своим заявленным функциям. Для нашего анализа мы выделяем четыре показателя. При неэффективном управлении, как правило, появляются негативные эффекты на развитие финансового рынка вследствие, например, повышения контроля государства, развития нерыночных механизмов и так далее, поэтому используется индикатор эффективности государственного управления (GovernmentEffectiveness). Качество регулирования также влияет на финансовый рынок, например, через защиту прав инвесторов, через инвестиционный климат или создание искусственных барьеров для инвесторов. Таким образом, качество регулирования (RegulatoryQuality) также включено в анализ. Другими индикаторами, тестируемыми в рамках многофакторных моделей, является контроль коррупции (ControlofCorruption) и верховенство закона (RuleofLaw). Проблема использования этих факторов заключается в том, что невозможно их совместное использование в моделях. Корреляция индикаторов государственного управления достаточно высока. Нулевая гипотеза заключается в том, что более эффективное и качественное государственное управление ведет к развитию фондового рынка при прочих равных.

Индекс глобальной конкурентоспособности является разработкой мирового экономического форума и обновляется ежегодно с 2007 года. Для нашего исследования мы отобрали ряд наиболее важных индикаторов, используемых в нем. Характеристика институтов (Institutions_pv_1) оценивает безопасность, защиту прав, социальный капитал, прозрачность, этику, эффективность государственного сектора и государственное управление. Этот показатель важен, потому что институты устанавливают ограничения, как формальные в виде законов и механизмов правоприменения, так и неформальные в форме

норм поведения, а также они определяют во многом контекст, в котором индивиды принимают решения и осуществляют свою экономическую активность. Институты влияют на производительность, в основном, за счет снижения неопределенности и создания стимулов.

Индикатор развития финансовых рынков (Financial_market_development_pv_8) характеризует глубину рынка, в частности, доступность кредитов, капитала, долгов, страхования и прочих финансовых продуктов. Кроме того, этот индикатор измеряет стабильность или смягчение чрезвычайных рисков и оппортунистическое поведение финансовой системы. Развитый финансовый рынок влияет на производительность тремя способами. Во-первых, он направляет сбережения в продуктивные инвестиции. Во-вторых, он улучшает распределение капитала в сторону наиболее многообещающих инвестиций через мониторинг заемщиков. Таким образом финансовый рынок снижает информационную асимметрию. В-третьих, финансовый рынок предоставляет эффективную платёжную систему.

Динамика делового сектора (Business_sophistication_pv_11) является характеристикой, измеряющей возможность частного сектора генерировать и внедрять новые технологии и новые способы организации рабочего процесса с помощью культуры, которая приветствует изменения, риск, новые бизнес-модели и административные правила, которые позволяют фирмам входить и покидать рынок легко. Рациональный и динамичный частный сектор повышает производительность, принимая на себя деловые риски, тестируя новые идеи и создавая инновационные продукты и услуги. В окружающей среде, которая характеризуется частыми изменениями и переопределением бизнеса и секторов, успешная экономическая система устойчива к технологическим шокам и может постоянно развиваться.

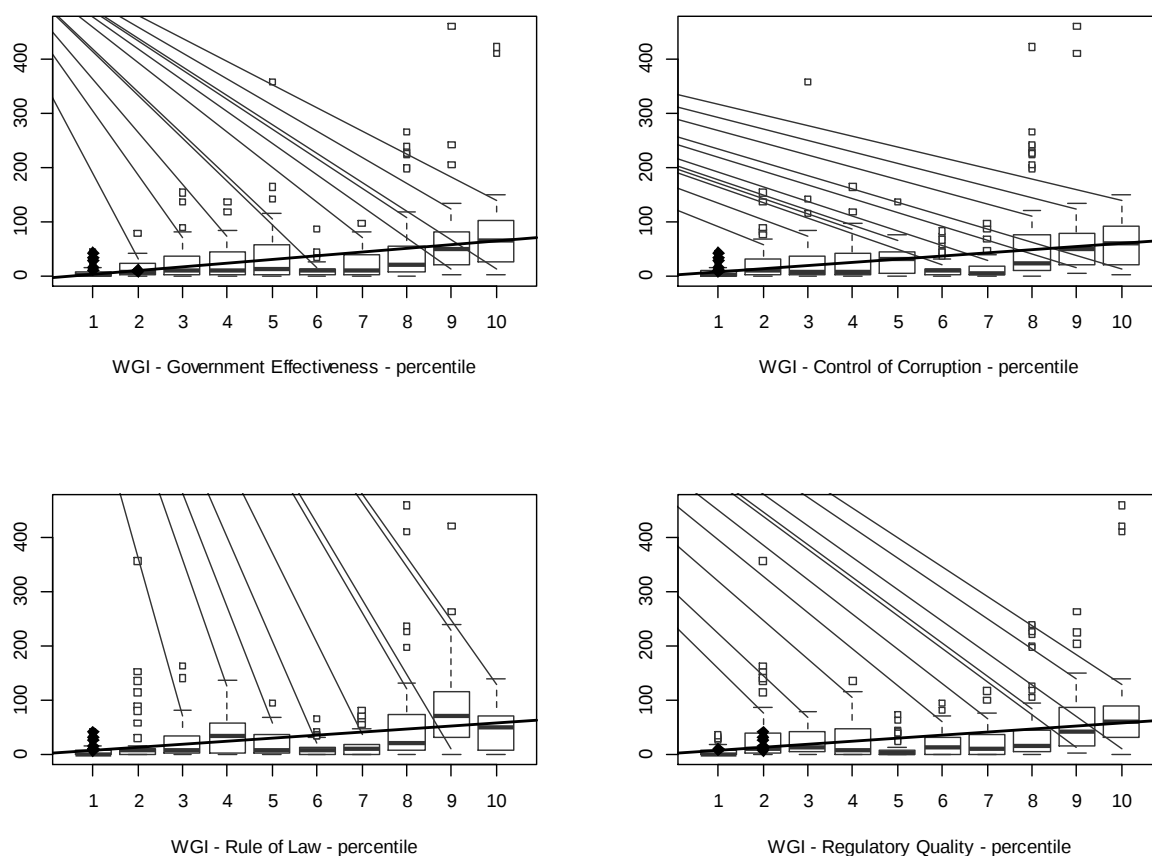
Инновационные возможности страны (Technological_readiness_pv_9) характеризуются качеством и количеством научно-исследовательских разработок и вложений в НИОКР. Кроме того, учитывается степень, в которой общая экономическая среда страны поддерживает коллаборацию, деловые связи, креативность, разнообразие и конкуренцию различных взглядов. Также учитывается возможность превращать идеи в новые продукты и услуги. Этот фактор важен, потому что страны, которые могут генерировать больше знаний и которые предлагают больше междисциплинарных возможностей и деловых связей, обычно имеют больше возможностей генерировать инновационные идеи и новые бизнес-модели, которые, как правило, рассматриваются как основные двигатели экономического роста. Как правило, индексы развития экономической среды связаны друг с другом по динамике. В нашем исследовании это проявляется в том,

что наблюдается очень высокая корреляция между индексами. Предполагается положительное влияние этих факторов на финансовый рынок стран.

Государственный долг может стать сдерживающей мерой для развития финансового рынка. С другой стороны, существует ряд стран с высокими значениями государственного долга, в которых крайне высока капитализация (например, США). Фактор государственного долга как доли в ВВП (`gov_debt_gdp`) включен в анализ без нулевой гипотезы.

Доля КГУ в капитализации (`soes_cap`) является основной мерой присутствия государства на фондовом рынке, поэтому данный фактор включен во все спецификации. Ожидается отрицательное влияние на развитие фондового рынка. Среди прочих мер государственного присутствия в экономике используются: доходы государства от налоговых отчислений как доля от ВВП (`tax_rev_to_gdp`) и расходы государства как доля от ВВП (`gov_expense_to_gdp`).

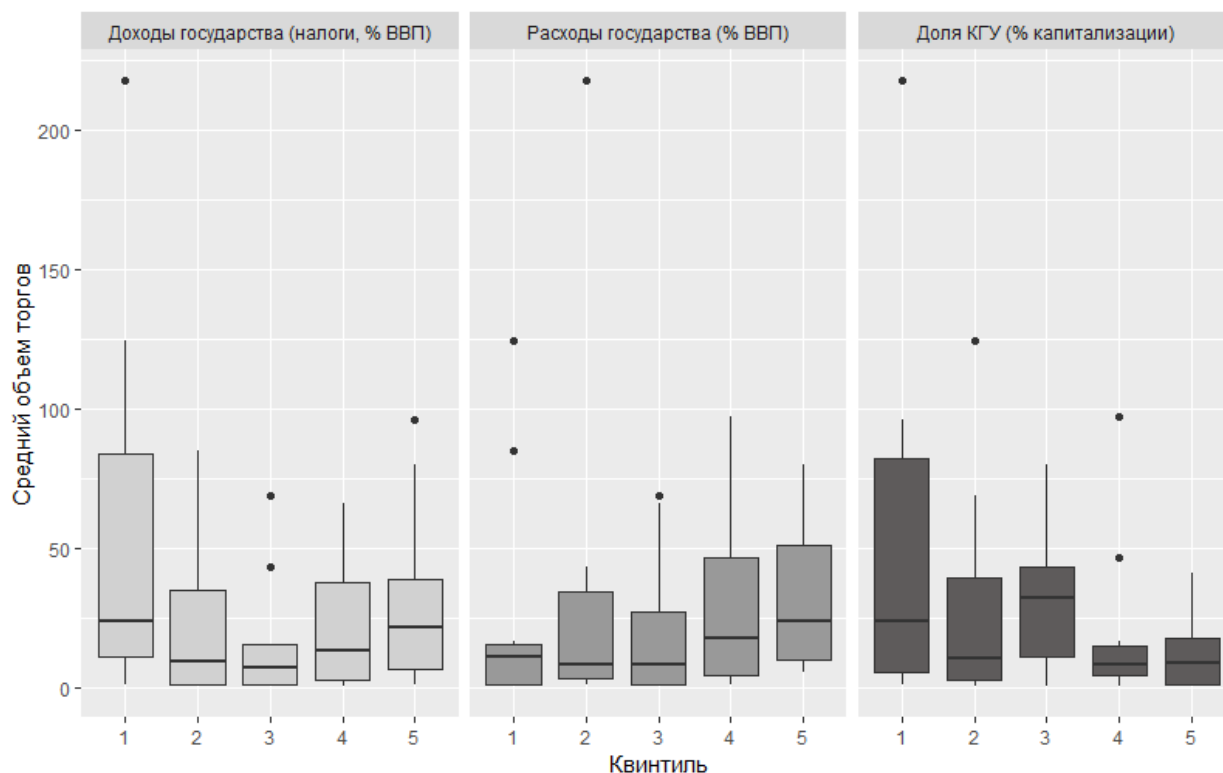
Влияние показателей Worldwide Governance Indicators (WGI) схоже для всех мер развития фондового рынка, поэтому мы продемонстрируем его только для ликвидности фондового рынка. Все страны поделены на 10 равных по количеству групп по каждому показателю для большей наглядности графического представления результатов. На диаграмме `boxplot` разброса объема торгов дополнительно изображена линия парной модели регрессии. Так, эффективность государственного управления и качество регулирования имеют наибольший эффект (рисунок 6). Верховенства закона имеет менее линейный эффект, хотя влияние все же положительное. Контроль коррупции влияет в меньшей степени и схож по эффекту с остальными показателями.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 6 –Разброс отношения объема торгов на фондовом рынке к ВВП по категориям индикаторов государственного управления, 2009-2017 гг. (%)

Аналогичная процедура классификации стран на 5 групп по размеру усредненного за весь период показателя степени присутствия государства и ее результаты изображены на рисунке 7. Зависимость объема торгов акциями от налоговых доходов государства отрицательная и потенциально имеет нелинейный характер. Расходы государства, напротив, на первый взгляд влияют положительно. Однако более подробный анализ этого факта необходимо проводить в рамках многофакторных моделей. Доля КГУ имеет существенное отрицательное влияние. В группе стран с наименьшей долей КГУ медианное значение объемов торгов наибольшее.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 7 – Разброс отношения объема торгов на фондовом рынке к ВВП по категориям мер присутствия государства на финансовом рынке, 2009-2017 гг. (%)

По результатам оценки многофакторных моделей все ожидаемые нулевые гипотезы не опровергались (таблица 2). Коэффициенты детерминации моделей достаточно высокие. Выявлено значимое и положительное влияние размера экономики, выраженное как в размере ВВП на начало периода, так и в численности населения. В больших экономиках при прочих равных более активный финансовый рынок.

Выявлено значимое и отрицательное влияние государственного вмешательства в экономику, которое выражено в доле КГУ в капитализации, а также размере доходов и расходов государства.

Объемы кредитования частного сектора также значимо и положительно влияют на объемы торгов акциями на фондовом рынке. Аналогичное выявлено положительное и значимое влияние объемов денежного предложения, сбережений населения и притока иностранных инвестиций.

Доходности менее рискованных инструментов – депозитов и долгосрочных государственных облигаций – также имеют значимое и отрицательное влияние. Это подтверждает гипотезу о том, что в экономиках с высокими процентными ставками менее развитый и менее активный фондовый рынок.

Таблица 2 - Оценка многофакторных моделей для объема торгов акциями, 2009-2017 гг.

	Объем торгов акциями (% от ВВП)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	-202.45*** (47.91)	-128.16** (60.27)	-358.96*** (41.21)	-183.21*** (40.54)	-443.87*** (38.99)	-210.43*** (48.87)	-430.93*** (39.48)
gdp2009	8.80*** (1.81)	6.72*** (2.32)	16.30*** (1.52)	4.56** (2.19)	16.42*** (1.48)	5.50* (2.80)	15.91*** (1.50)
soes_cap	-0.44*** (0.09)	-0.37*** (0.13)	-0.26*** (0.10)	-0.17** (0.07)	-0.34*** (0.09)	-0.28*** (0.07)	-0.31*** (0.09)
dom_credit_fin_sector	0.38*** (0.04)	0.52*** (0.05)					
tax_rev_to_gdp	-1.20*** (0.34)		-0.74* (0.40)	-1.63*** (0.27)		-0.89*** (0.26)	
deposit_rate	-1.14** (0.48)	-1.85*** (0.68)					
gov_expense_to_gdp		-3.11*** (0.56)	-2.47*** (0.64)				
dom_credit_banks			0.26*** (0.06)				
rnd_to_gdp			6.25** (2.71)				
bond_return			-1.29** (0.65)	-0.94** (0.48)			
savings_ratio				0.48** (0.24)			
popul_pe				7.62*** (2.23)		9.76*** (2.84)	
dom_credit_to_private				0.62*** (0.04)			
fdi_inflow					2.41*** (0.37)		2.30*** (0.37)
RegulatoryQuality							7.21** (2.82)
broad_money					0.57*** (0.04)		0.53*** (0.05)
GovernmentEffectiveness						29.16*** (3.67)	
Observations	255	288	271	314	360	406	351
R ²	0.64	0.50	0.56	0.71	0.63	0.53	0.63
F Statistic	89.06***	57.36***	47.69***	105.41***	149.74***	90.82***	118.70***

Примечание: В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов.

Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$. Источник: расчеты авторов

Показатели эффективности государственного управления ожидаемо оказывают положительное влияние на объемы торгов акциями. Это говорит о том, что корректное государственное вмешательство, которое не нарушает рыночных механизмов может способствовать развитию рынков.

Особенностью оценки моделей для финансовых активов домохозяйств является сокращенная выборка (30 стран), среди которых большинство являются развитыми экономиками.

По результатам оценки многофакторных моделей все ожидаемые нулевые гипотезы не опровергались (таблица 3). Выявлено значимое и положительное влияние размера экономики, выраженное как в размере ВВП на начало периода, так и в численности населения. В больших экономиках при прочих равных более развитый финансовый рынок. Кроме того, выявлено нелинейное влияние размера ВВП на душу населения³.

Выявлено значимое и отрицательное влияние государственного вмешательства в экономику, которое выражено в доле КГУ в капитализации, а также размере расходов государства.

Объемы кредитования частного сектора также значимо и положительно влияют на долю финансовых активов домохозяйств. Доходности менее рискованных инструментов – на примере долгосрочных государственных облигаций – также имеют значимое и отрицательное влияние. Это подтверждает гипотезу о том, что в экономиках с высокими процентными ставками менее развитый фондовый рынок.

Показатели эффективности государственного управления ожидаемо оказывают положительное влияние. Это говорит о том, что корректное государственное вмешательство, которое не нарушает рыночных механизмов может способствовать развитию рынков. Аналогичное верно и для всех используемых индексов глобальной конкурентоспособности.

³ Это предполагает, что в выборке стран по мере роста ВВП на душу населения стоимость финансовых активов к располагаемым доходам (в %) сначала повышается, а затем по достижении уровня доходов суммы примерно 50 тыс. долл. по ППП в ценах 2011 г. указанный показатель размера финансовых активов начинает постепенно снижаться. Возможно, фактором, вызывающим такое поведение показателя объема финансовых активов домашних хозяйств, является закономерность снижения нормы сбережения домашних хозяйств по мере достижения размера доходов в сумме 50 тыс. долл.

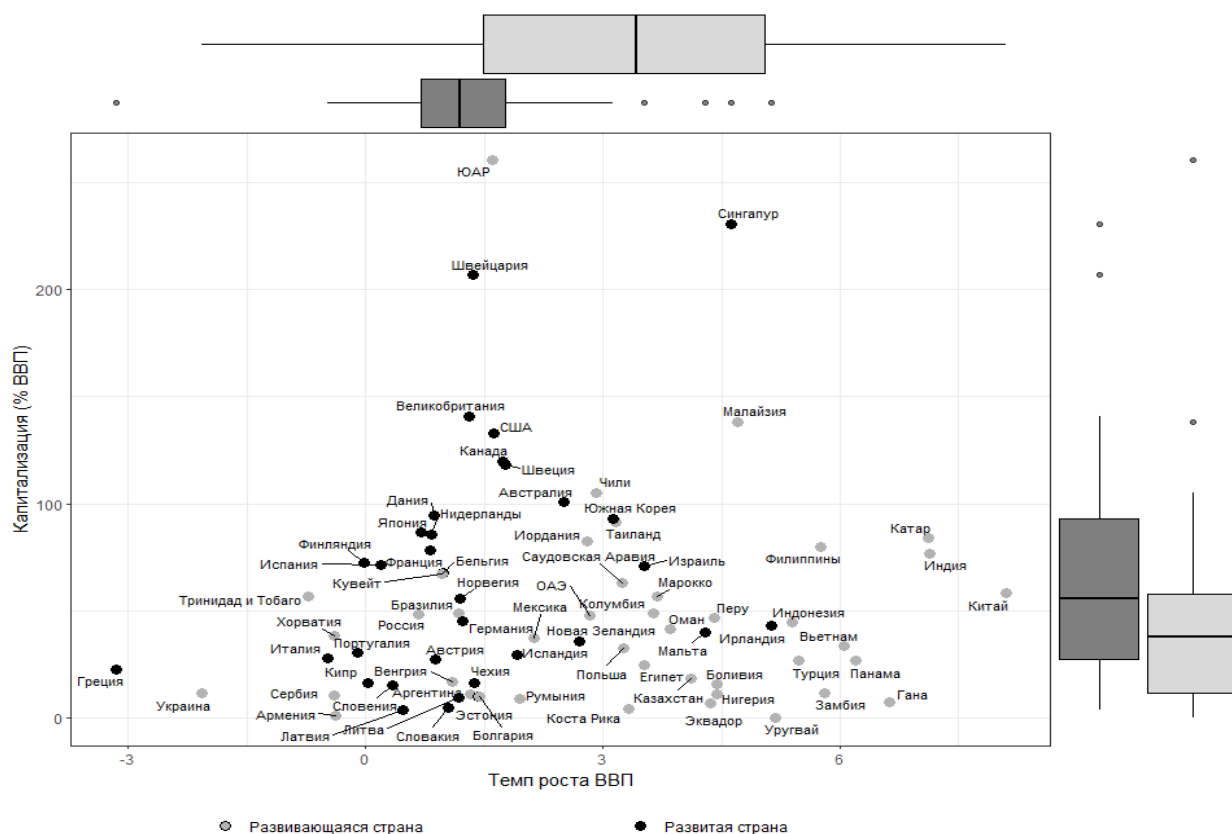
Таблица 3 – Оценка многофакторных моделей для финансовых активов домохозяйств (% от располагаемого дохода) с линейной зависимостью от размера экономики, 2009-2017 гг.

Финансовые активы домохозяйств (% от располагаемого дохода)								
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)
Constant	- 386.07** (156.46)	-128.81 (150.97)	- 476.18*** (134.68)	36.36 (137.96)	-155.19 (140.51)	-91.22 (147.57)	-173.77 (152.70)	-276.09 (168.13)
bond_return	-9.36*** (2.85)		-18.69*** (2.60)		- 13.60*** (2.55)			
dom_credit_banks	0.98*** (0.17)		1.39*** (0.18)	0.85*** (0.15)	1.08*** (0.17)			0.77*** (0.19)
gdp2009	16.08*** (4.34)	20.63*** (4.54)	25.65*** (4.66)	-3.22 (4.49)	18.03*** (4.58)	19.85*** (4.45)	20.78*** (4.56)	17.14*** (4.83)
gov_expense_to_gdp		-4.02* (2.04)		-5.27*** (1.87)		-4.21** (2.00)	-3.49* (2.05)	-3.64* (2.13)
rural_popul	-3.98*** (0.63)	-5.25*** (0.74)		-4.94*** (0.67)	-4.24*** (0.64)	-4.44*** (0.75)	-4.52*** (0.76)	-4.56*** (0.81)
soes_cap	-0.57* (0.33)	-0.93*** (0.33)	-1.31*** (0.36)	-0.55* (0.31)	-0.61* (0.34)	-1.04*** (0.32)	-1.11*** (0.32)	-0.81** (0.35)
Technological_readiness_pv_9	61.23*** (14.54)							
RuleofLaw		102.95*** (10.28)						
Financial_market_development_pv_8			16.14 (10.85)					
Business_sophistication_pv_11				110.20*** (10.09)				
RegulatoryQuality					45.57*** (16.17)			
ControlofCorruption						84.04*** (7.91)		
GovernmentEffectiveness							116.51*** (11.85)	
Institutions_pv_1								56.77*** (9.22)
Observations	234	250	234	236	234	250	250	236
R ²	0.70	0.66	0.60	0.72	0.68	0.67	0.65	0.64
Adjusted R ²	0.69	0.65	0.59	0.72	0.68	0.66	0.65	0.63
F Statistic	86.82***	93.10***	68.04***	99.72***	81.83***	98.28***	91.61***	67.49***

Примечание: В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов. Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$. Источник: расчеты авторов

Исходя из описательной статистики, можно ожидать, что развитые рынки с умеренными темпами роста ВВП будут иметь более высокую капитализацию. Для оценки этого рассчитаны средние геометрические темпы роста ВВП по каждой стране отдельно на периоде с 2009 по 2018 г. На рисунке 8 можно наблюдать различия в темпах роста ВВП

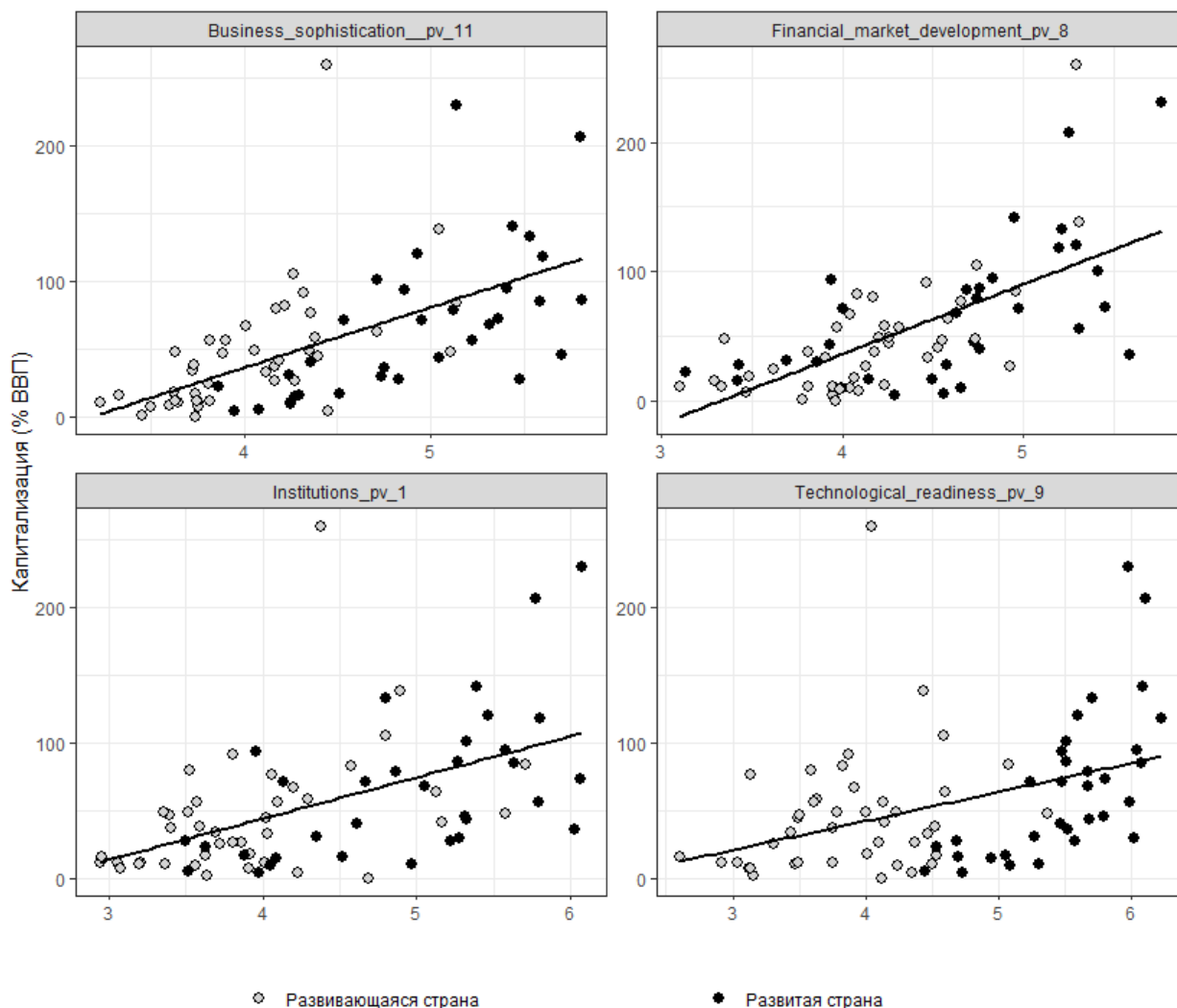
между развитыми и развивающимися странами. Данные по Гонконгу исключены из рисунка. Так, у развивающихся рынков темпы роста более высокие, а размер капитализации несколько ниже. Медианный рост роста ВВП среди развивающихся рынков составил 3,42%, а для развитых лишь 1,21%. При этом по капитализации медианное значение среди развивающихся рынков составило 37,79%, а по развитым рынкам 61,8%.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 8 – Распределение среднегеометрических темпов роста ВВП (%) и средней капитализации (% от ВВП), 2009-2018 гг.

На рисунке 9 показаны зависимости между средним размером капитализации для каждой страны и средним значением каждого из перечисленных показателей ранее показателей индекса глобальной конкурентоспособности с учетом классификации стран на развитые и развивающиеся. Данные по Гонконгу исключены из графиков. Графический анализ показывает, что каждый из перечисленных индексов оказывает положительное влияние на капитализацию. На рисунке изображена линия парной регрессии. Наблюдаются сильные различия по индикаторам конкурентоспособности между развитыми и развивающимися странами особенно для развития делового сектора и технологической готовности.



Источник: расчеты авторов

Рисунок 9 – Диаграмма рассеяния средних показателей капитализации и индексов глобальной конкурентоспособности, 2009-2017 гг. (%)

По результатам оценки многофакторных моделей большинство нулевых гипотез не опроверглись (таблица 4). Выявлено значимое и положительное влияние размера экономики, выраженное в размере ВВП на начало периода. Однако размер ВВП на душу населения имеет значимое и отрицательное влияние. Таким образом, при прочих равных уровень развития страны отрицательно влияет на капитализацию, выраженную как доля от ВВП.

Выявлено значимое и отрицательное влияние государственного вмешательства в экономику, которое выражено в доле КГУ в капитализации. Кроме того, государственный долг также отрицательно влияет на зависимую переменную. Объемы кредитования частного сектора, открытость экономики и норма сбережений также значимо и положительно влияют на долю капитализации в ВВП.

Таблица 4 – Оценка многофакторных моделей для капитализации (% от ВВП), 2009-2017 гг.

	Капитализация (% от ВВП)						
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
Constant	19.622 (14.372)	-94.8*** (13.829)	5.773 (13.984)	-1,153.1*** (113.860)	-36.275** (14.737)	-300.977*** (37.901)	- (38.670)
export	2.093*** (0.158)	1.643*** (0.131)	2.003*** (0.162)	2.614*** (0.161)	1.790*** (0.128)	1.965*** (0.137)	2.048*** (0.141)
soes_cap	-0.742*** (0.230)	-0.449** (0.213)	-0.592** (0.237)	-0.370 (0.248)	-0.512** (0.211)	-0.372 (0.228)	-0.572** (0.235)
gdppc_const11	-1.354*** (0.333)	-0.666*** (0.249)	-1.230*** (0.312)		-0.499* (0.287)	-2.063*** (0.373)	-2.105*** (0.404)
savings_ratio	3.098*** (0.785)		3.249*** (0.788)				
bond_return				3.529** (1.421)		2.535* (1.332)	3.128** (1.464)
gov_debt_gdp	-0.535*** (0.130)		-0.483*** (0.125)	-0.872*** (0.133)	-1.195*** (0.133)		
RuleofLaw	34.733*** (7.550)						
dom_credit_to_private		1.235*** (0.107)				1.272*** (0.121)	1.523*** (0.120)
gdp_growth_wdi		3.342** (1.316)					
equity_return		0.416** (0.194)					
RegulatoryQuality			40.090*** (8.217)				
gdp2009				40.525*** (4.154)			
Institutions_pv_1				17.325** (7.169)			
dom_credit_fin_sector					1.119*** (0.102)		
ControlofCorruption					-13.362* (7.364)		
Financial_market_development_pv_8						50.523*** (8.331)	
Macroeconomic_environment_pv_3							16.496** (6.998)
Observations	531	517	531	471	523	448	448
R ²	0.402	0.444	0.405	0.470	0.456	0.532	0.499
F Statistic	58.802***	67.861***	59.511***	68.659***	72.189***	83.542***	73.280***

Примечание В скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов. Уровни значимости коэффициентов: * - $p < 0.1$, ** - $p < 0.05$, *** - $p < 0.01$. Источник: расчёты авторов

Доходность акций положительно влияет на капитализацию, как и доходность менее рискованных инструментов – на примере долгосрочных государственных облигаций. Это говорит о том, что рост доходности финансовых инструментов, в целом, ведет к вовлечению все большего числа как инвесторов, так и компаний в фондовый рынок и, соответственно, его рост.

Показатели эффективности государственного управления ожидаемо оказывают положительное влияние. Это говорит о том, что корректное государственное вмешательство, которое не нарушает рыночных механизмов может способствовать развитию рынков. Аналогичное верно и для всех используемых индексов глобальной конкурентоспособности.

Заключение

Таким образом, показатели капитализации, ликвидности акций и размера финансовых активов домашних хозяйств являются важными индикаторами уровня развития финансовой системы стран, их способности привлекать рыночные инвестиции и способствовать росту благосостояния граждан. Сравнительный анализ данных по разным странам показывает, что по всем трем указанным индикаторам финансового развития Россия существенно отстает от многих не только развитых, но и развивающихся экономик. Более того, после кризиса 2008 г. это отставание от других стран заметно усилилось.

Было показано, что изменения показателей капитализация/ ВВП, объем биржевых торгов акциями / ВВП и стоимости финансовых активов домашних хозяйств по отношению к располагаемому ими доходу зависит не только от экономических, финансовых и демографических факторов, но и от той роли которую в экономике играет государство. Научной новизной исследования является включение в состав таких переменных данных о доле компаний с государственным участием (КГУ) в капитализации разных стран в выборке. Это позволило обосновать, что государственное вмешательство в экономику, характеризуемое долей КГУ в капитализации акций в той или иной стране, отрицательно влияет на показатели совокупной капитализации, объема биржевых торгов и размера финансовых активов домашних хозяйств.

Наоборот, положительное влияние на все три указанных показателя оказывают факторы роста кредитования частного сектора, открытости экономики, эффективности государственного управления и благоприятного инвестиционного климата в стране. Это показывает, что гибкое государственное вмешательство в экономику, которое не нарушает рыночных механизмов, может способствовать развитию фондовых рынков.

Негативное влияние на капитализацию, ликвидность акций и финансовые активы домашних хозяйств оказывает рост тех или иных характеристик роли государственного бюджета в экономике (например, рост государственных расходов или доходов).

Выявленные закономерности позволяют определить те меры, реализация которых, как правило, способствуют росту капитализации, ликвидности биржевого рынка акций и финансовых активов домашних хозяйств в разных странах. К их числу можно отнести:

- поддержание открытости экономики как с точки зрения товарных рынков, так и потоков иностранных инвестиций;
- тщательный мониторинг эффективности деятельности компаний с государственным участием, проведение взвешенной политики по ограничению присутствия государства в качестве собственника пакетов акций крупных компаний в тех

сферах, где это экономически оправданно (например, в сфере рынков с совершенной конкуренцией);

- стимулирование внутреннего спроса на акции за счет ускоренного развития институциональных инвесторов (пенсионных и взаимных фондов, компаний по страхованию жизни) при высоком уровне конкуренции между этими компаниями и финтехом;

- ограничение вмешательства государства в экономику в виде ускоренного роста государственных расходов, социальных трансфертов, наращивания обязательств по государственному социальному страхованию;

- создание реальных условий для благоприятного делового и инвестиционного климата.

Список использованной литературы

1. Stoll J. A Reminder for CEOs Considering a Shift in Focus: Shareholders Are Still King. // The Wall Street Journal on-line. - 2019., available at: <https://www.wsj.com/articles/a-reminder-for-ceos-considering-a-shift-in-focus-shareholders-are-still-king-11567791772>
2. World Bank. Global Financial Development Report 2015/2016: Long-Term Finance. Washington, DC: World Bank. doi:10.1596/978-1-4648-0472-4. – 2015.
3. Goldsmith R. Financial structure and development. New Haven, CT: Yale University Press. – 1969.
4. Fama F. Stock Return, real activity, inflation, and money / American Economic Review. – 1981. Vol. 71 (4), PP. 545-565.
5. Garcia V.F., Liu L. Macroeconomic determinants of stock market development // Journal of Applied Economics. – 1999. Vol. 2, P. 29–59.
6. Pagano M. Financial markets and growth: an overview // European Economic Review. – 1993. Vol. 37, P. 613–622.
7. La Porta R., Lopes-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R. Legal determinants of external finance // Journal of Finance. – 1997. Vol. 52 (3), P. 1131-1150.
8. La Porta R., Lopes-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // Journal of Political Economy. – 1998. Vol. 106 (6), P. 1113-1155.
9. La Porta R., Lopes-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R. The quality of government // Journal of Law, Economics and Organization. – 1999. Vol. 15 (1), P. 222-279;
10. La Porta R., Lopes-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R. Investor protection and corporate governance // Journal of Financial Economics. – 2000. Vol. 58 (1), P. 3-27.
11. Абрамов А.Е., Аксенов И. В., Радыгин А.Д., Чернова М. И. Современные подходы к измерению государственного сектора: методология и эмпирика // Экономическая политика. - 2018. Т. 13. №1. С. 36-69.
12. Радыгин А. Д. Приватизация 30 лет спустя: масштабы и эффективность государственного сектора // А. Д. Радыгин, Р. М. Энгов, А. Е. Абрамов, М. И. Чернова, Г. Н. Мальгинов. — М.: Издательский дом «Дело» РАНХиГС. 2019. — 76 с.