

## РОЛЬ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ В ПОВЫШЕНИИ КАПИТАЛИЗАЦИИ РОССИЙСКОГО РЫНКА АКЦИЙ

**А. Е. АБРАМОВ**  
**А. Д. РАДЫГИН**  
**М. И. ЧЕРНОВА**  
**А. Г. КОСЫРЕВ**

*Начиная с 2022 г. вопрос о перезапуске роста рынка акций российских компаний в условиях санкций и неопределенностей на глобальном финансовом рынке приобрел первостепенное значение. В статье рассматривается влияние макроэкономических и институциональных факторов на капитализацию рынков акций 79 стран за 1977–2021 гг. Обоснована прежде всего роль институциональных факторов в стратегии роста рынка акций российских компаний.*

**Ключевые слова:** капитализация, защита прав собственности, участие государства в экономике, рынок акций российских компаний.

**JEL:** G18, G32, G38, P14, P26.

### Капитализация финансового рынка России

Проблемы, с которыми сталкивается российский рынок акций, наглядно иллюстрирует показатель его капитализации. Как видно на рис. 1, рыночная стоимость публичных российских компаний начиная с 1992 г. выросла практически с нуля до 1,5 трлн долл. в 2007 г., достигнув 2,5% мировой капитализации. После кризиса 2008–2009 гг. она восстановилась в 2010 г., затем последовал ее обвал в 2011–2013 гг., а с 2014 г. происходила стагнация с трендом на снижение. В этой ситуации даже кризис 2022 г. не выглядит таким уж исключительным явлением — проблемы стабильно низкой рыночной стоимости российских публичных компаний начались значительно раньше, и в основе этого процесса лежат медленная реструктуризация экономики и недостаточность инвестиционного спроса на акции со стороны иностранных и внутренних институциональных инвесторов.

Конечно, капитализация не является идеальным индикатором финансового развития. Например, авторитетный инвестор У. Бафф-

етт называет рост коэффициента «капитализация/ВВП» индексом финансового пузыря, а сторонники стейкхолдерского капитализма убеждают мир в том, что публичные компании не должны ориентироваться лишь на повышение благосостояния акционеров. Но, тем не менее, капитализация остается одним из ключевых мотивов деятельности менеджмента акционерных обществ и критериев принятия решений инвесторами. И, например, без роста рыночной стоимости акций национальных эмитентов накопительные пенсионные планы не приносят ожидаемого от них эффекта увеличения пенсионных выплат для их участников. Поэтому для российского рынка, ориентированного на привлечение широкого круга населения к долгосрочным сбережениям, проблема драйверов роста внутреннего рынка акций приобретает особое значение.

В настоящей статье не преследуется цель изложить стратегии роста рынка акций российских компаний. Она состоит в том, чтобы на примере межстранового анализа финансовых рынков показать, как взаимодействуют

---

*Абрамов Александр Евгеньевич, заведующий лабораторией анализа институтов и финансовых рынков РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, канд. экон. наук (Москва), e-mail: abramov-ae@ranepa.ru; Радыгин Александр Дмитриевич, председатель Ученого совета, руководитель Научного направления «Институциональное развитие, собственность и корпоративное управление» Института экономической политики имени Е.Т. Гайдара; директор Института ЭМИТ РАНХиГС при Президенте Российской Федерации, д-р экон. наук, профессор (Москва), e-mail: arad@ier.ru; Чернова Мария Игоревна, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: chernova-mi@ranepa.ru; Косырев Андрей Геннадьевич, научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: kosyrev-ag@ranepa.ru*

между собой такие факторы повышения капитализации рынка, как создание благоприятного инвестиционного климата для рыночной конкуренции и изменение роли государства в экономике в целом и на фондовом рынке в частности.

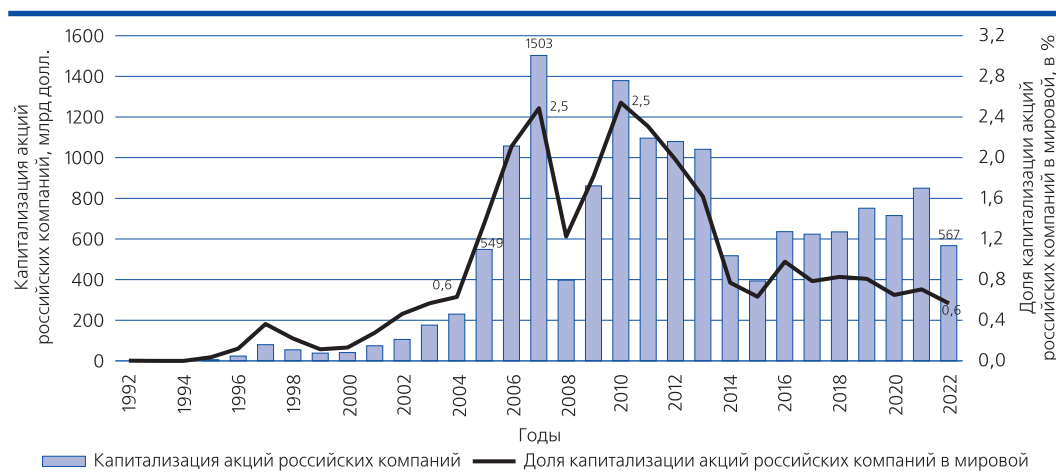
### Исследования финансового развития

Развитию финансовых рынков уделяет внимание довольно широкий круг исследователей. Причем выбор меры для характеристики уровня развития неоднозначен. Так, доля выданных банковских кредитов выделяется в [3; 6; 8], доля частного кредитования кредитными учреждениями и прочими финансовыми институтами к ВВП и объем рынка частных корпоративных облигаций – в [8] и проч. Раджан и Зингалес [15], Кувшинников и Цимменман [11] отмечают несовершенство критерия относительного размера капитализации фондового рынка, однако находят, что он лучше всего подходит для межстрановых исследований на средне- и долгосрочных горизонтах. Именно эта мера и ложится в основу нашего анализа.

Среди факторов, оказывающих значимое влияние на развитие финансовых рынков, исследователи выделяют несколько групп переменных, а также временные тренды. Так, Бадахир и Валев [3] приходят к выводу, что различные показатели финансового развития имеют тенденцию к конвергенции между странами с течением времени. Причем конвергенция замедляется уже при достижении среднего уровня финансового развития и почти останавливается при достижении высокого уровня. По мнению авторов, быстрый рост объема кредитов в разных странах не всегда способствует экономическому росту; в странах с развивающимся финансовым рынком рост кредитов приносит наибольшую пользу для экономики в целом.

Институциональные факторы также являются важными индикаторами в исследуемом аспекте. Так, Дянков и др. [8] выделяют значимость института защиты прав собственности и института обмена информацией, а также силы закона, измеряющей время для принуждения к выплате долга. Кроме того, данное исследование показало, что эффективность институтов обмена информацией различается между

**Рис. 1. Капитализация акций российских компаний относительно мировой капитализации в 1992–2022 гг.**



Источник: расчеты авторов по данным Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и Московской биржи.

странами с разным уровнем экономического развития.

Наиболее распространенными контрольными переменными в моделях факторов финансового развития являются темпы роста ВВП на душу населения, среднее количество лет школьного обучения как мера начального человеческого капитала в экономике, темпы роста дефлятора ВВП для контроля макроэкономической среды, инфляция, объемы экспорта и импорта в долях от ВВП как мера открытости экономики [6]. Кроме того, применяются такие индикаторы, как размер ВВП на душу населения, наличие публичного реестра кредиторов, наличие частных кредиторов, происхождение системы права [4; 5; 12; 13; 14], религия [16].

В качестве методологии исследования факторов финансового развития на межстрановых выборках чаще всего используются классические методы панельных данных, включая модель с фиксированными эффектами и обобщенный метод моментов (GMM) [3], а также метод наименьших квадратов для малых выборок и кросс-секционные регрессии [8]. Для преодоления проблемы эндогенности между характеристиками экономического и финансового развития авторы зачастую прибегают к усреднению данных по пятилетним промежуткам, что позволяет отчасти решить эту проблему [3; 6; 7]. Кроме того, проблему эндогенности авторы учитывают с помощью динамических панелей, а именно обобщенного метода моментов для панельных данных [1; 2; 10].

Таким образом, несмотря на многообразие мер и подходов, проблема факторов развития финансовых рынков остается актуальной в современных эмпирических исследованиях. Для российской ситуации поиск потенциальных драйверов роста внутреннего рынка акций особенно важен на фоне снижения разнообразия и ликвидности финансовых инструментов, а также потребности в поиске новых стратегий привлечения долгосрочных инвестиций. Именно этим мотивировано настоящее исследование.

### **Страновая модель капитализации и влияющие на нее факторы**

Исследование факторов финансового развития проводилось на выборке из 79 стран за период с 1977 по 2021 гг. Полные данные по России по всем изучаемым индикаторам имеются только с 1992 г. В качестве факторов, влияющих на развитие фондового рынка, выбраны две группы переменных: индикаторы институционального развития и контрольные макроэкономические переменные.

Контрольными переменными выбраны наиболее важные макроэкономические индикаторы. Уровень экономического развития стран характеризуется логарифмом ВВП на душу населения.

Влияние инфляции на стоимость компаний является разнонаправленным. С одной стороны, усиление инфляции часто ведет к повышению процентных ставок, используемых в качестве дисконтирующего фактора в моделях оценки стоимости акций; в этом случае рост процентных ставок влечет за собой сокращение рыночной стоимости компаний. С другой стороны, инфляция предполагает увеличение номинальных доходов и прибыли компаний, что в итоге способствует повышению их стоимости. На практике зачастую настроения инвесторов усиливают тот или иной эффект, приводя к повышению или падению рыночных индексов в ответ на изменения ставки. Наличие противоположных эффектов роста процентных ставок на рыночную стоимость бизнеса в сочетании с неопределенностями в поведении инвесторов не позволяет однозначно рассматривать инфляцию в качестве фактора повышения или, наоборот, снижения капитализации.

Коэффициент демографической нагрузки, выраженный отношением количества лиц старше трудоспособного возраста к размеру трудоспособного населения, характеризует потребность в инструментах с повышенным риском, но и повышенной доходностью для обеспечения долгосрочного роста сбережений при старении населения.

Экспорт характеризует открытость экономики, что позитивно влияет на развитие финансовых рынков и привлечение иностранного капитала.

Институциональными факторами, определяющими финансовое развитие в стране, выбраны два показателя из рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute: индексы прав собственности и размера государства [9]. Предполагается, что усиление защиты прав собственности и частного сектора рынка может способствовать развитию конкурентной среды и финансовых инструментов.

В целях проверки гипотез о значимости институционального развития для финансовых рынков были использованы агрегированные по пятилетним периодам данные и модель с фиксированными временными эффектами. Временные эффекты призваны очистить данные

от трендов и шоков, присущих отдельным периодам, например кризису 2008 г. Для смягчения проблемы эндогенности все переменные усреднены по пятилетним временным интервалам (1977–1981, 1982–1986, ..., 2017–2021 гг.). Из-за пропусков данные представляют собой несбалансированную панель из 532 наблюдений «страна-пятилетие».

Оцененные модели регрессии представлены в таблице. Первая модель содержит только контрольные переменные для определения базовой линии. Вторая модель включает переменные индексов размера государства и защиты прав собственности. Результаты оценивания показывают значимое и положительное влияние сокращения масштабов вмешательства государства в экономику и улучшения в сфере защиты прав собственности на размер капитализации. Все контрольные переменные

#### Капитализация и индексы Human Freedom Index CATO Institute

	Капитализация, в % ВВП		
	Модель 1	Модель 2	Модель 3
ВВП на душу населения	23,019*** (1,995)	15,640*** (2,489)	15,572*** (2,455)
Демографическая нагрузка	-2,015*** (0,280)	-2,236*** (0,293)	-2,211*** (0,289)
Открытость экономики	0,185*** (0,066)	0,135** (0,064)	0,099 (0,064)
Инфляция	-0,040 (0,027)	-0,024 (0,026)	-0,029 (0,026)
Защита прав собственности (HFI)		10,674*** (1,893)	-7,768 (5,093)
Государственное вмешательство в экономику (HFI) <sup>1)</sup>		5,385*** (1,569)	-14,450*** (5,326)
Защита прав собственности (HFI): Государственное вмешательство в экономику (HFI)			3,044*** (0,782)
Количество стран	79	79	79
Фиксированные эффекты	Год	Год	Год
Количество наблюдений	532	532	532
R <sup>2</sup>	0,256	0,313	0,333
F-статистика	44,760***	39,297***	36,769***

<sup>1)</sup> Чем выше значение переменной, тем меньше роль государства в экономике.

*Примечание.* Уровни значимости коэффициентов: \* p < 0,1, \*\* p < 0,05, \*\*\* p < 0,01; в скобках указано стандартное отклонение оценок коэффициентов.

*Источник:* расчеты авторов по данным рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute, данным о капитализации стран, публикуемым в информационных базах WDI Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и в системе Bloomberg.

имеют ожидаемое направление влияния. При этом фактор инфляции оказался незначимым, что может быть связано с отмеченным выше разнонаправленным влиянием роста цен через каналы увеличения денежного потока компаний при одновременном повышении ставок дисконтирования.

Третья модель включает эффект взаимодействия переменных, характеризующих роль государства в экономике и состояние инвестиционного климата. Коэффициенты при индексах размера государства и защиты прав собственности меняют свои знаки, а коэффициент при их взаимодействии значим и положителен. Интерпретация коэффициентов при самих переменных означает их влияние при условии, что вторая переменная равна нулю. Данная модель позволяет оценить стратегии повышения капитализации при экстремально высокой роли государства в экономике, когда индекс размера государства близок к нулю, или в случае отсутствия в стране минимально допустимой защиты прав собственности при равенстве нулю соответствующего индекса.

Незначимость в модели коэффициента при защите прав собственности означает, что если индекс размера государства равен нулю, т.е. наблюдается максимально возможное влияние государства на экономику, то наличие или отсутствие защиты прав собственности не имеет существенного значения. В этом случае улучшения в защите прав собственности не будут влиять на рост капитализации.

Значимый и отрицательный коэффициент при индексе государства интерпретируется отдельно только для ситуации с нулевым индексом защиты прав собственности. Если в стране полностью отсутствует защита прав собственности, то единственным сценарием развития рынков капитала становится усиление роли государства (чем больше роль государства, тем ниже значение индекса). Это важно, так как в странах с низкой защитой прав частной собственности усиление роли государства может быть оптимальной стратегией на краткосрочной перспективе, которая обеспечила

бы некоторую своеобразную, но тем не менее положительную траекторию развития рынков.

Наконец, случай, когда эффект взаимодействия между институтом защиты прав собственности и ролью государства имеет положительное и значимое влияние. Это говорит о том, что для развития рынков капитала при наличии института защиты прав собственности важно одновременное снижение роли государства. Именно в комбинации, а не по отдельности, эти два фактора работают лучше всего и способствуют росту финансовых рынков.

Графически эффект взаимодействия двух индексов представлен на рис. 2. В левой его части (а) показано изменение влияния роли государства при разных уровнях защиты прав собственности.

На рис. 2а наиболее важными являются две линии, соответствующие максимальному (10) и минимальному (0) уровням защиты прав собственности. Ни один из этих уровней не наблюдается фактически в выборке, но оцененная модель позволяет представить поведение системы в крайних положениях. При максимальной защите прав собственности ослабление роли государства становится ключевым моментом для развития финансовых рынков. Именно это сочетание сильной защиты прав частной собственности и малого вмешательства государства приводит к максимальному эффекту для капитализации при прочих равных. Слабая или отсутствующая защита прав собственности при малой роли государства приводит не просто к замедлению, но к деградации финансового рынка. Отчасти компенсировать этот процесс может усиление роли государства (значимый и отрицательный коэффициент в регрессии выше), но даже этот вариант в лучшем случае позволяет добиться лишь умеренного размера финансового рынка.

При разной роли государства — от максимальной (0) до минимальной (10) — также изменяется и влияние защиты прав собственности, как показано на правой части (б) рис. 2. Здесь видно, что при сильном участии госу-

дарства уровень защиты прав становится незначимым. Доверительные интервалы для упрощения прав собственности не представлены, но при низких значениях индекса государства они расширяются и делают влияние незначимым. И напротив, при ослаблении роли государства сильная защита прав собственности позволяет при прочих равных максимизировать относительный размер финансового рынка.

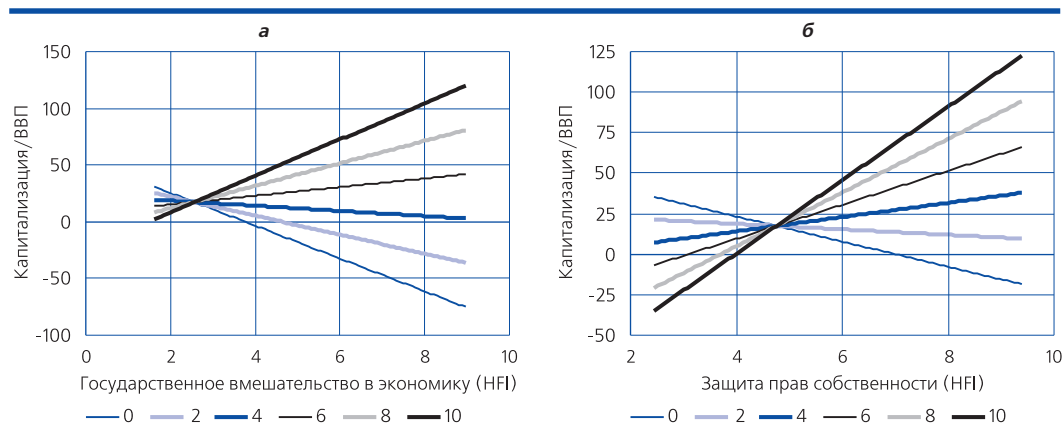
### Пути повышения капитализации фондовых рынков

Необходимо подчеркнуть, что ни в одной из 79 рассматриваемых стран значения индексов влияния государства на экономику и защиты прав собственности не приближались к нулю, т.е. вероятности реализации стратегий роста капитализации в данных ситуациях на практике были близки к нулю. Более характерными для стран являются сочетания умеренных значений указанных показателей, что свидетельствует о более высокой значимости стратегии одновременного воздействия факторов роли государства в экономике и защиты прав собственности на уровень капитализации.

Как показано на рис. 3, средний уровень показателя «капитализация/ВВП» российских компаний в 2012–2021 гг. снизился по сравнению с аналогичным индикатором за 2002–2011 гг. на 24,5 п.п. Из 79 стран Россия вошла в топ-10 стран с самым значительным снижением капитализации. При этом в шести странах из указанных 10, включая Россию, по данным рейтинга Human Freedom Index, наблюдалось усиление роли государства в экономике, а у восьми из 10 – ослабление уровня защиты прав собственности. Лишь у России и Испании за рассматриваемые периоды показатель защиты прав собственности несколько повысился.

Напротив, в тех 10 странах, в которых средний уровень показателя «капитализация/ВВП» в 2012–2021 гг. наиболее существенно вырос, на фоне общего снижения индикатора защиты прав собственности, как правило, наблюдалась тенденция ослабления уровня вмешательства государства в экономику. Как показано на рис. 4, из 10 стран с наибольшим приростом капитализации в семи происходило снижение участия государства в экономике в 2012–2021 гг. по сравнению с 2002–2011 гг. Отдельно на рисунке представлены данные

**Рис. 2. Эффект взаимодействия двух индексов институционального развития при влиянии на капитализацию: а – при разных уровнях защиты прав собственности, б – при разных уровнях вмешательства государства в экономику**



Источник: расчеты авторов по данным рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute, данным о капитализации стран, публикуемым в информационных базах WDI Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и в системе Bloomberg.

по Китаю как одному из лидеров развивающихся стран по абсолютной стоимости капитализации (в этой стране до последнего времени также фиксировалась тенденция сокращения роли государства в экономике). Однако, как и в странах-аутсайдерах по динамике уровня капитализации, в странах с наибольшим приростом данного показателя уровень защиты прав собственности, как правило, снижался. Это отмечалось в семи из 10 стран с растущей капитализацией, а также в Китае.

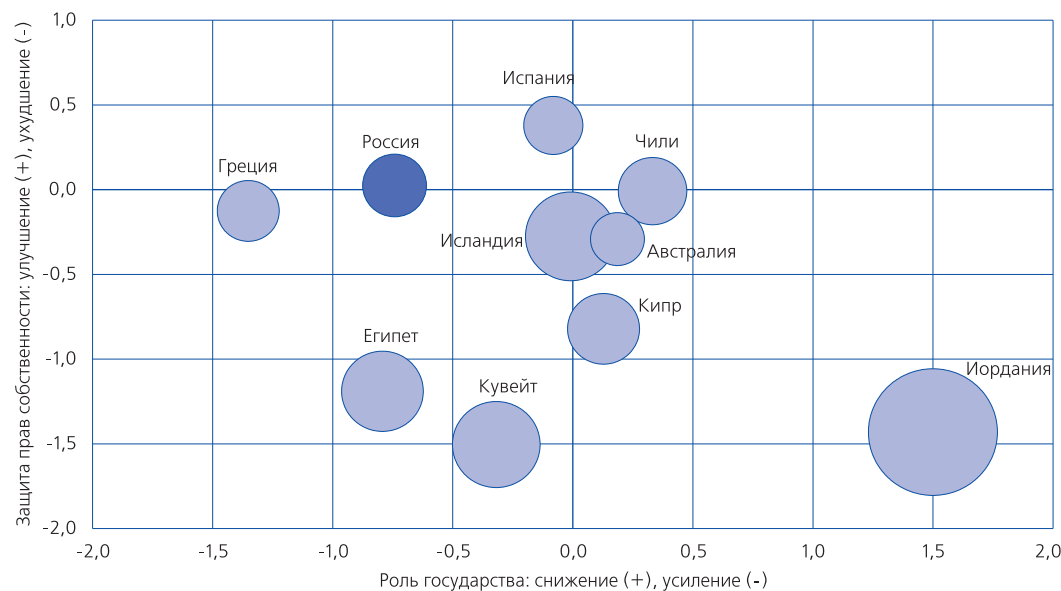
Сравнение факторов роста капитализации в двух рассмотренных группах стран позволяет предполагать, что указанный рост в большей мере зависел от трендов в сфере влияния государства в экономике, чем от уровня защиты прав собственности как параметра состояния инвестиционного климата. Однако это

не означает, что в страновых стратегиях роста капитализации роль фактора защиты прав собственности может игнорироваться.

Приводимые на рис. 5 данные по 29 странам со средним уровнем показателя «капитализация/ВВП» в 2012–2021 гг., превышающим на 30% и более значения для России, с учетом различий индексов вовлечения указанных государств в экономику и защиты прав собственности, позволяют обозначить четыре возможных стратегии повышения общего уровня капитализации российских публичных компаний.

Первая стратегия характерна прежде всего для стран-экспортеров энергоносителей (Саудовской Аравии, Катара, Кувейта, ОАЭ) и предполагает возможность усиления роли государства в экономике при поддержании

**Рис. 3. Изменения средних значений индексов защиты прав собственности и роли государства в экономике в 2012–2021 гг. по сравнению с аналогичными показателями 2002–2011 гг. (баллов) по 10 странам из 79, по которым произошло наибольшее снижение среднегодовой капитализации в 2012–2021 гг. по сравнению с 2002–2011 гг. (п.п.)**



*Примечание.* Здесь и далее на рисунках размер окружности для каждой страны отражает размер снижения среднегодового уровня ее капитализации в процентных пунктах.

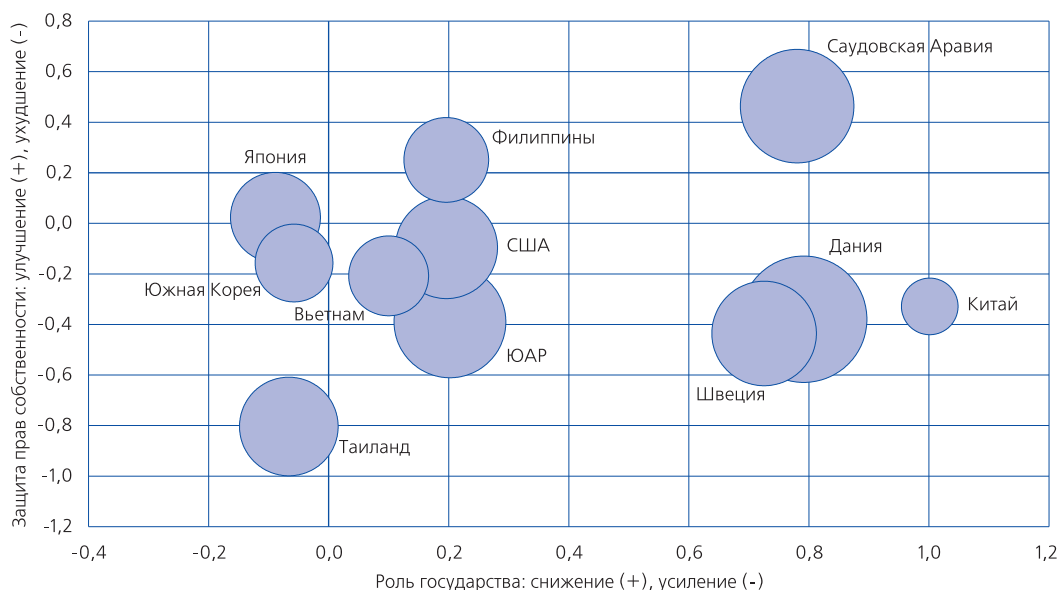
*Источник:* расчеты авторов по данным рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute, данным о капитализации стран, публикуемым в информационных базах WDI Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и в системе Bloomberg.

действующего уровня защиты прав собственности. Данная стратегия вряд ли может повлечь за собой существенный рост капитализации российского рынка акций – с учетом более сложной структуры отечественной экономики. Второй путь характерен для азиатских стран (Малайзии, Таиланда, Индии, Филиппин), где – при умеренном, как и в России, уровне защиты прав собственности – наблюдается более существенное ограничение вмешательства государства в экономику. Эта стратегия также наименее реалистична для российской экономики, где в силу разных причин вряд ли может делаться ставка исключительно на ограничение участия государства в экономике.

Более реалистичными для России выглядят две оставшиеся потенциальные стратегии роста капитализации. Одна из них предполагает движение в сторону модели скандинавских

(Дании, Финляндии, Норвегии, Швеции) и континентальных европейских (Бельгии, Нидерландов, Франции) стран, где более значимая роль государства в экономике по сравнению с Россией сочетается с существенно более высоким уровнем защиты прав собственности. Другая – условно «рыночная модель», реализуемая в Австралии, Великобритании, Канаде, Сингапуре, США, Чили, а также в Испании и Швейцарии, где существенно более ограниченная роль государства в экономике сопровождается столь же высоким уровнем защиты прав собственности, как в скандинавских и в других континентально-европейских государствах. Более предпочтительной для российского рынка, по нашему мнению, является стратегия повышения капитализации за счет снижения роли государства в экономике и улучшения защиты прав собственности

**Рис. 4. Изменения средних значений индексов защиты прав собственности и роли государства в экономике в 2012–2021 гг. по сравнению с аналогичными показателями в 2002–2011 гг. (баллов) по 10 странам из 79, по которым наблюдался наибольший рост среднегодовой капитализации в 2012–2021 гг. по сравнению с 2002–2011 гг. (п.п.), а также по Китаю**



Источник: расчеты авторов по данным рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute, данным о капитализации стран, публикуемым в информационных базах WDI Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и в системе Bloomberg.



сти, поскольку, как было показано на рис. 3, усиление указанной роли государства, не сопровождаемое существенными позитивными сдвигами в защите прав инвесторов, как правило, делает те или иные рынки аутсайдерами с точки зрения их низкой капитализации.

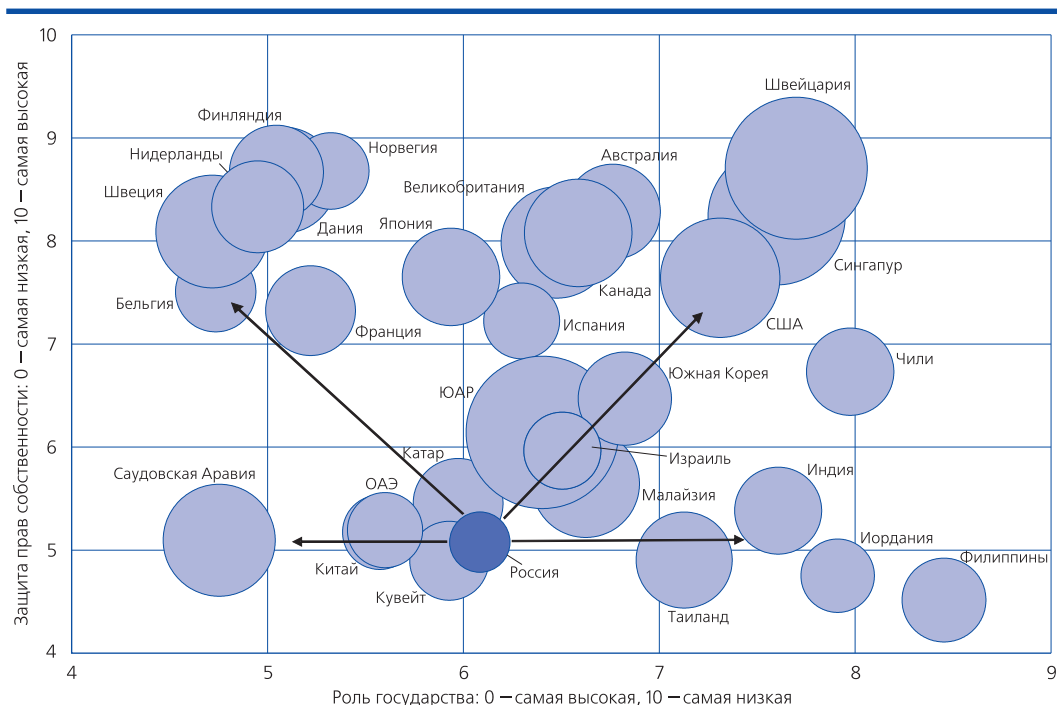
Мы далеки от того, чтобы относить российскую экономику к какой-либо определенной модели капитализма исходя из ее специфики. Кроме того, тренды повышения или снижения роли государства в экономике зависят от многих факторов, в которых проблема повышения уровня капитализации российских эмитентов не всегда является наиболее значимой. Тем не менее полученные результаты подчеркивают актуальную роль одновременного и сбалансированного развития институтов в

стране, способного стимулировать рост фондового рынка. Например, если сохраняется значимая роль государства, то сколько бы усилий ни предпринималось в стране в направлении защиты прав собственности, это не даст ожидаемого эффекта для финансового рынка — важно, чтобы эти меры предпринимались в комплексе, а институты развивались гармонично.

### Заключение

В целях формирования системы долгосрочных внутренних сбережений финансовым регуляторам предстоит решать сложную проблему повышения капитализации внутреннего рынка акций. Даже без учета фактора сжатия объема рынка акций российских компаний

**Рис. 5. Среднегодовые значения индексов роли государства, защиты прав собственности (баллов) и размера капитализации (в % к ВВП) в 2012–2021 гг. в России и 29 странах с более высокой капитализацией**



Источник: расчеты авторов по данным рейтинга Human Freedom Index (HFI) CATO Institute, данным о капитализации стран, публикуемым в информационных базах WDI Всемирного банка, Всемирной федерации бирж и в системе Bloomberg.

в 2022 г. снижение среднего уровня капитализации к ВВП в 2012–2021 гг. по сравнению с предшествующим десятилетием у РФ было одним из наиболее существенных из выборки 79 стран.

Уровень развития финансовых рынков определяется большим числом факторов. Проведенное нами исследование затрагивает лишь небольшую часть потенциальных из них, определяющих относительный размер капитализации рынка акций. Прежде всего, было выделено два важных параметра институционального развития стран: защита прав собственности и размер государства в экономике. Как правило, снижение роли государства в экономике и усиление защиты прав собственности ведут к росту капитализации. Однако в экстремальных случаях согласно представленной модели, когда роль государства достигает максимального значения (коэффициент участия государства в экономике близок к нулю), улучшения в защите прав собственности не будут влиять на рост капитализации. И наоборот, если уровень защиты прав собственности достигает нулевого уровня, основным способом повышения капитализации становится лишь усиление роли государства в экономике.

На фоне 79 стран в период 2002–2021 гг. российский рынок отличался тем, что существенное снижение его капитализации сопровождалось повышением роли государства в экономике при отсутствии заметного прогресса в сфере улучшения защиты прав собственности. При умеренно средних уровнях показателей роли государства в экономике и защиты прав собственности наиболее предпочтительной стратегией роста капитализации внутреннего рынка акций оказалась реализация мер по одновременному снижению роли государства в экономике и улучшению защиты прав инвесторов. Это предполагает вектор в сторону развития стран с рыночной моделью экономики.

Другой альтернативой может стать реализация мер по существенному улучшению инвестиционного климата, сопровождаемому усилением роли государства в экономике, что означало бы тренд в сторону скандинавской и континентально-европейской моделей рынка. Однако в последнем случае высоки риски того, что в случае медленного прогресса в улучшении указанных составляющих инвестиционного климата уровень низкой капитализации рынка сохранится на долгие годы. ■

**Литература / References**

1. Arellano M., Bond S. Some tests of specification for panel data: Monte Carlo evidence and an application to employment equations // *Review of Economic Studies*. 1991. No. 58. Pp. 277–297.
2. Arellano M., Bover O. Another look at the instrumental-variable estimation of error-components models // *Journal of Econometrics*. 1995. No. 68. Pp. 29–52.
3. Bahadir B., Valev N. Financial Development Convergence // *Journal of Banking & Finance*. 2015. No. 56. Pp. 61–71. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2015.03.001>.
4. Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Law and Finance: Why Does Legal Origin Matter? // *Journal of Comparative Economics*. 2003. Vol. 31. Pp. 653–675.
5. Beck, Thorsten, Asli Demirguc-Kunt, and Ross Levine. Law, Endowments, and Finance // *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 70. Pp. 137–181.
6. Beck T., Demirguc-Kunt A., Levine R. Finance, inequality, and the poor // *Journal of Economic Growth*. 2007. No. 12. Pp. 27–49.
7. Beck T., Levine R., Loayza N. Finance and the sources of growth // *Journal of Financial Economics*. 2000. Vol. 58. Is. 1–2. Pp. 261–300.
8. Djankov S., McLiesh C., Shleifer A. Private credit in 129 countries // *Journal of Financial Economics*. 2007. Vol. 84. No. 2. Pp. 299–329.
9. Gwartney J., Lawson R., Hall J., Murphy R. Freedom of the World. Annual Report / Fraser Institute. 2021.
10. Holtz-Eakin D., Newey W., Rosen, H. Estimating vector autoregressions with panel data // *Econometrica*. 1990. Vol. 56. Pp. 1371–1395.
11. Kuvshinov D., Zimmermann K. The Big Bang: Stock Market Capitalization in the Long Run // *Journal of Financial Economics*. 2021. Vol. 145. No. 2. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2021.09.008>.
12. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Legal Determinants of External Finance // *Journal of Finance*. 1997. Vol. 52. Pp. 1131–1150.
13. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // *Journal of Political Economy*. 1998. Vol. 106. Pp. 1113–1155.
14. Levine R. Law, Finance, and Economic Growth // *Journal of Financial Intermediation*. 1999. Vol. 8. Pp. 8–35.
15. Raghuram G.R., Zingales L. The Great Reversals: The Politics of Financial Development in the Twentieth Century // *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 69. No. 1. Pp. 5–50. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(03\)00125-9](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(03)00125-9).
16. Stulz R., Williamson R. Culture, Openness, and Finance // *Journal of Financial Economics*. 2003. Vol. 70. Pp. 313–349.

**Role of Institutional Environment in Increasing Capitalization**

**Alexander E. Abramov** – Head of the Laboratory for Analysis of Institutions and Financial Markets of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Candidate of Economic Sciences (Moscow, Russia). E-mail: [abramov-ae@ranepa.ru](mailto:abramov-ae@ranepa.ru)

**Alexander D. Radygin** – Chairman of the Scientific Council, Director of Center for Ownership and Corporate Governance of the Gaidar Institute for Economic Policy; Director of Institute of Economics, Mathematics and Information Technology, Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Doctor of Economic Sciences, Professor (Moscow, Russia). E-mail: [arad@ranepa.ru](mailto:arad@ranepa.ru)

**Maria I. Chernova** – Senior Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [chernova-mi@ranepa.ru](mailto:chernova-mi@ranepa.ru)

**Andrey G. Kosyrev** – Researcher of the Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration (Moscow, Russia). E-mail: [kosyrev-ag@ranepa.ru](mailto:kosyrev-ag@ranepa.ru)

*Starting in 2022, the question of restarting the growth of the stock market for Russian companies in the face of sanctions and uncertainties in the global financial market has become of paramount importance. This research article examines the influence of macroeconomic and institutional factors on the capitalization of stock markets in 79 countries from 1982 to 2021. The study provides evidence for the role of institutional factors in the growth strategy of the Russian stock market.*

**Key words:** capitalization, property rights protection, state participation in the economy, Russian stock market.

**JEL-codes:** G18, G32, G38, P14, P26.