

Обсуждение доклада
«Фондовый рынок сквозь призму капитализации
и роли государства в экономике: долгосрочные
тренды 1880-2020 гг.»

Б.Б.Рубцов (Финансовый университет)

РАЗВИТИЕ ТЕМЫ «ФИНАНСОВЫЕ РЫНКИ И ЭКОНОМИЧЕСКОЕ РАЗВИТИЕ»

- Beck, Levin, Demirguç-Kunt, La Porta R., Lopes-de-Silanes, Shleifer A., Vishny R. ,
- **Rajan R., Zingales L.**
- Kuvshinov D., Zimmermann K.

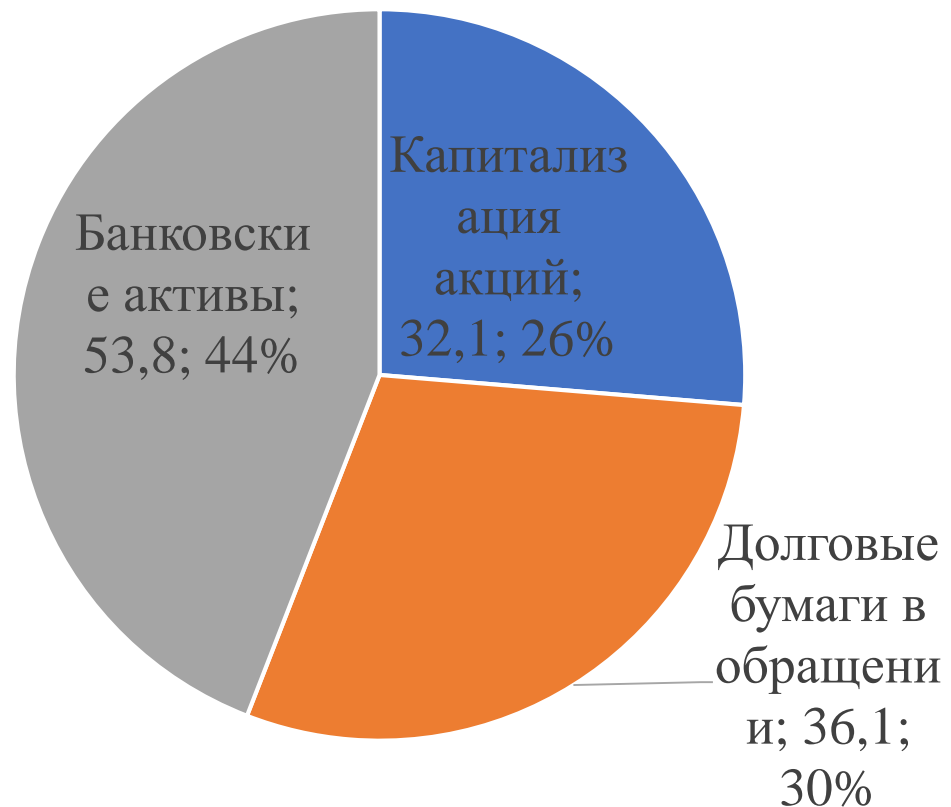
СКРУПУЛЕЗНОСТЬ И ИСКЛЮЧИТЕЛЬНАЯ НАУЧНА ДОБРОСОВЕСТНОСТЬ В РАБОТЕ СО СТАТИСТИЧЕСКИМИ ДАННЫМИ

- АВТОРЫ ПРОДЕЛАЛИ ОГРОМНУЮ РАБОТУ ПО ВЕРИФИКАЦИИ ДАННЫХ ПО РАЗНЫМ ИСТОЧНИКАМ. ЭТО ВАЖНО, ПОСКОЛЬКУ НЕРЕДКО ВСТРЕЧАЮТСЯ ОШИБКИ. НАПРИМЕР, В БАЗЕ WDI ВО ФРАНЦИИ ОТНОШЕНИЕ КАПИТАЛИЗАЦИИ К ВВП В 2000 г. РАВНО 200%. ЧТО ЯВНО НЕ СООТВЕТСТВУЕТ ДЕЙСТВИТЕЛЬНОСТИ. В РАБОТЕ, ХОТЯ ЗА ПОСЛЕДНЕЕ ДВАДЦАТИЛЕТИЕ ЭТОТ ПОКАЗАТЕЛЬ ВЗЯТ ИМЕННО ИЗ WDI, ДАННОЙ

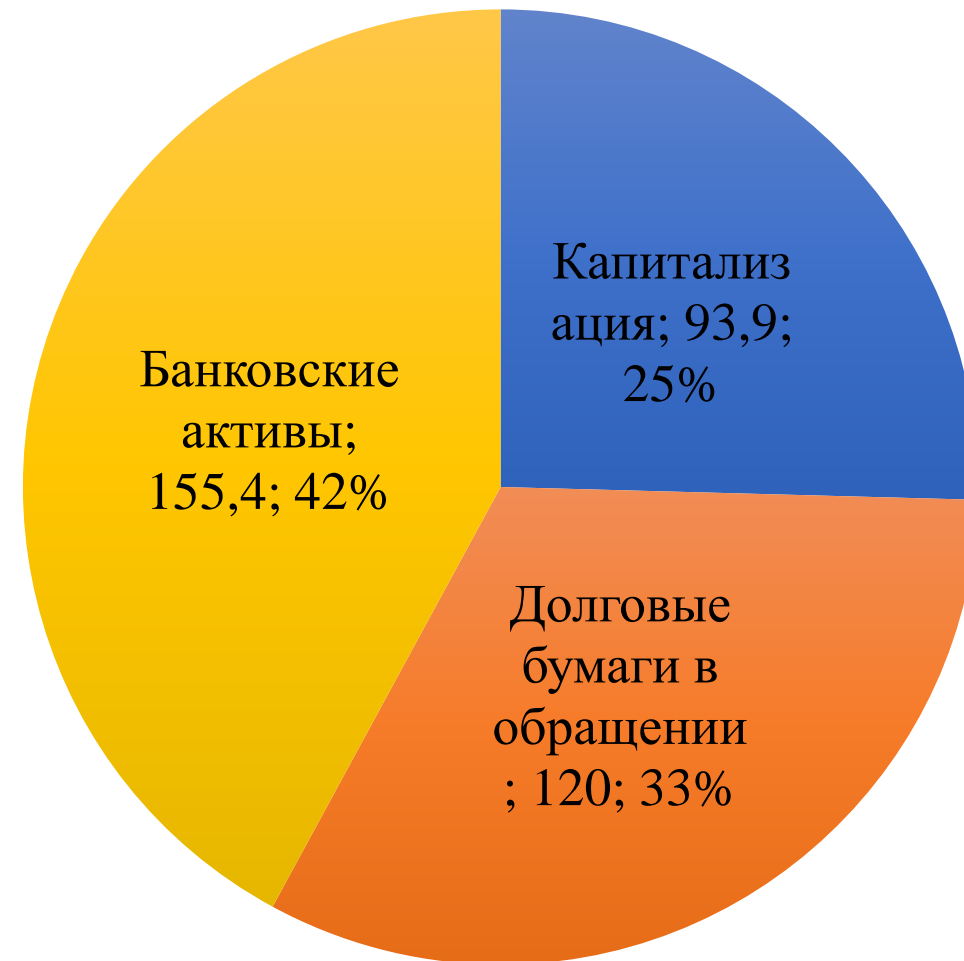
КАПИТАЛИЗАЦИЯ КАК ВАЖНЕЙШИЙ ПОКАЗАТЕЛЬ РАЗВИТОСТИ ФИНАНСОВОГО РЫНКА

- arm's length markets **will emerge only when financial infrastructure such as disclosure requirements** (e.g., Sylla and Smith, 1995) **and investor protection are reasonably developed** (e.g., La Porta et al., 1998), while **banks can exist even when infrastructure is primitive** (e.g., Rajan and Zingales, 1998b) (ИЗ СТАТЬИ THE GREAT REVERSALS)

Глобальные финансовые активы, 2000 г., трлн.дол., %

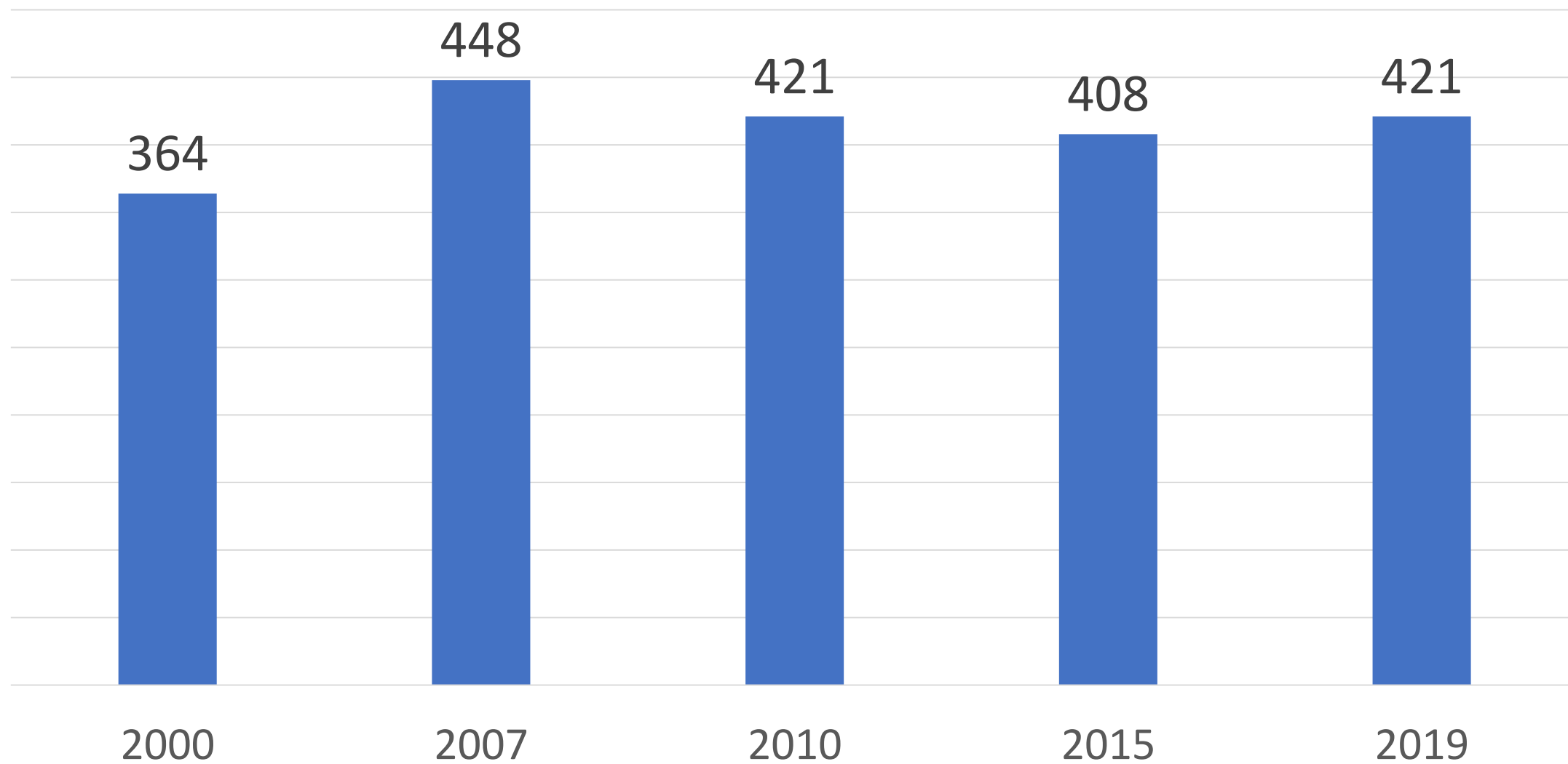


Глобальные финансовые активы, 2019, трлн. дол., %

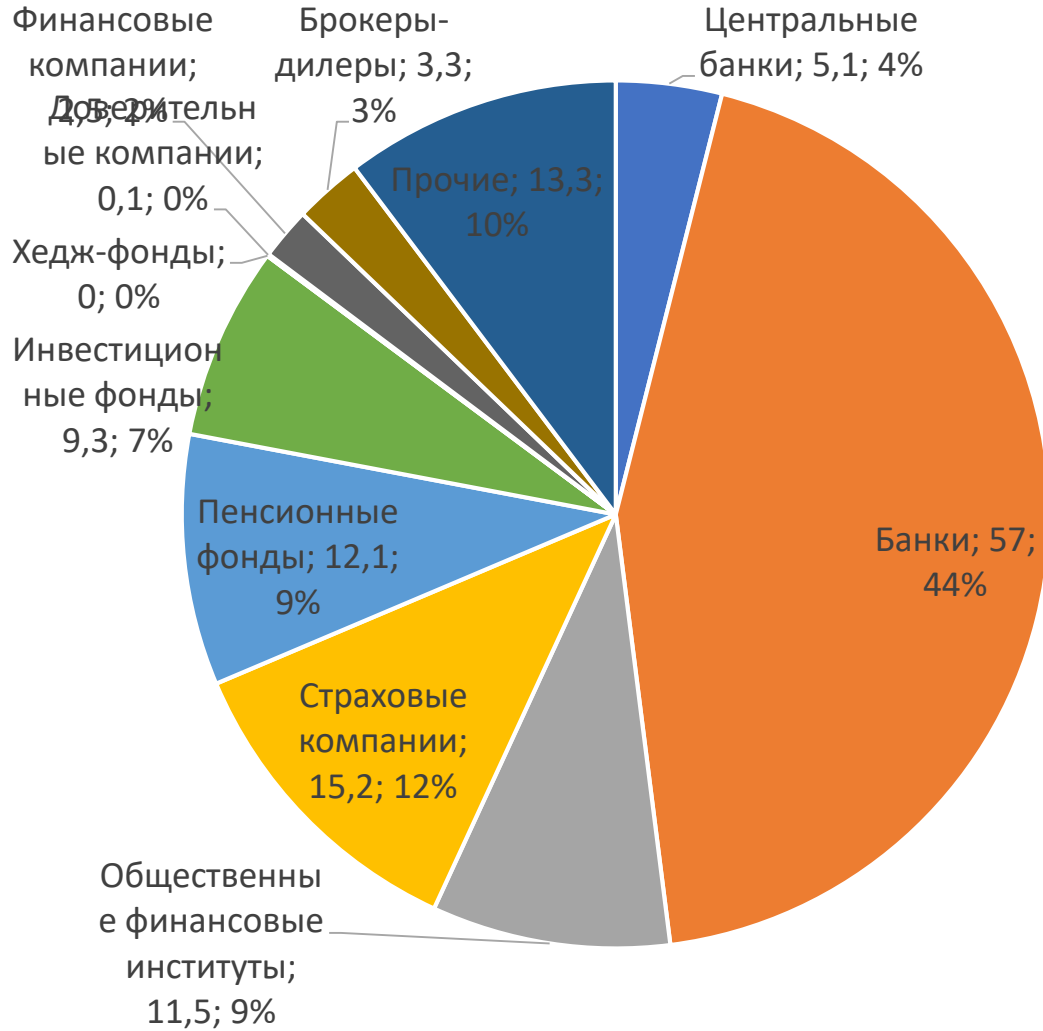


Источник: долговые инструменты – BIS; акции – S&P/WFE; банковские активы (2002 г.)– Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation. Financial Stability Board)

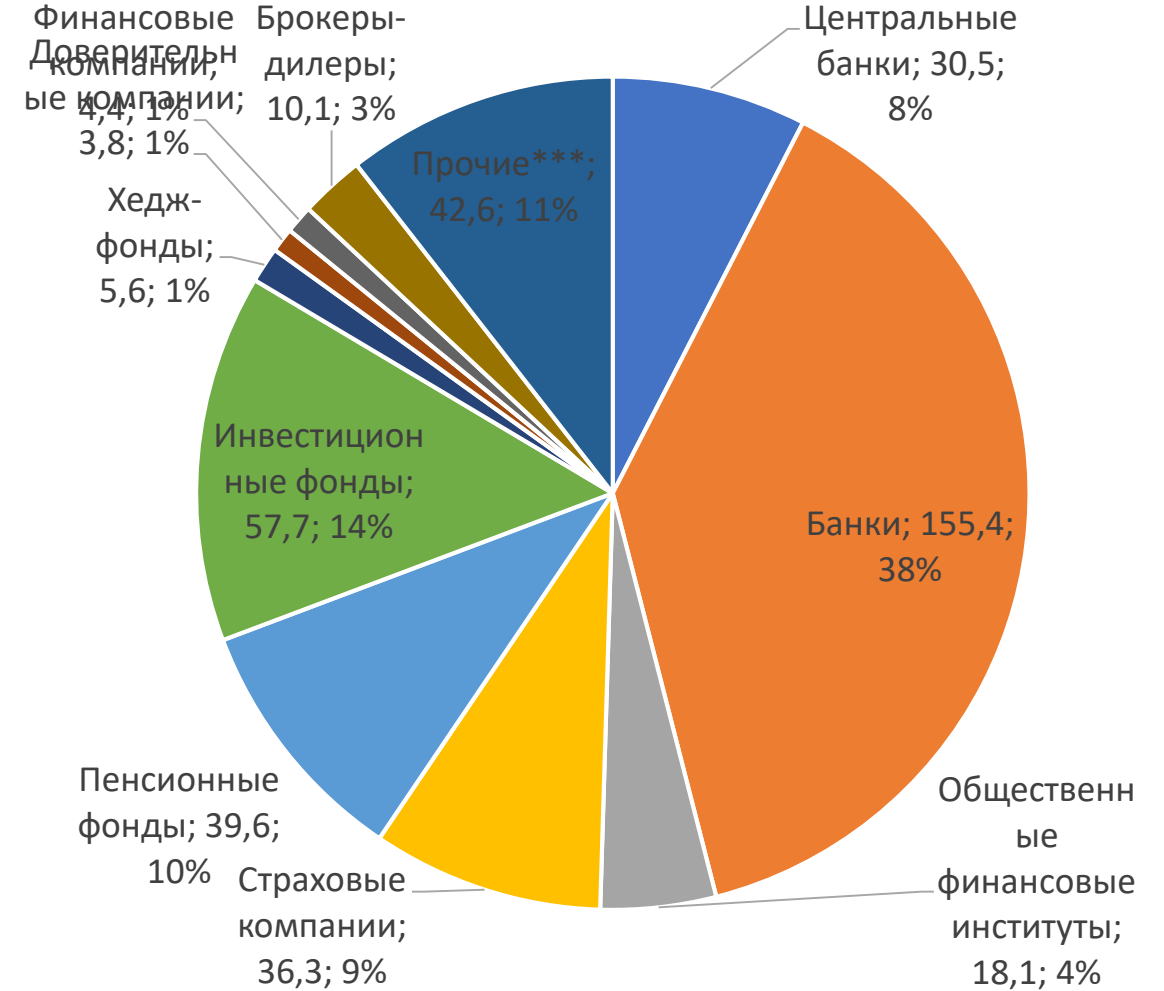
Глобальные финансовые активы/ВВП, %



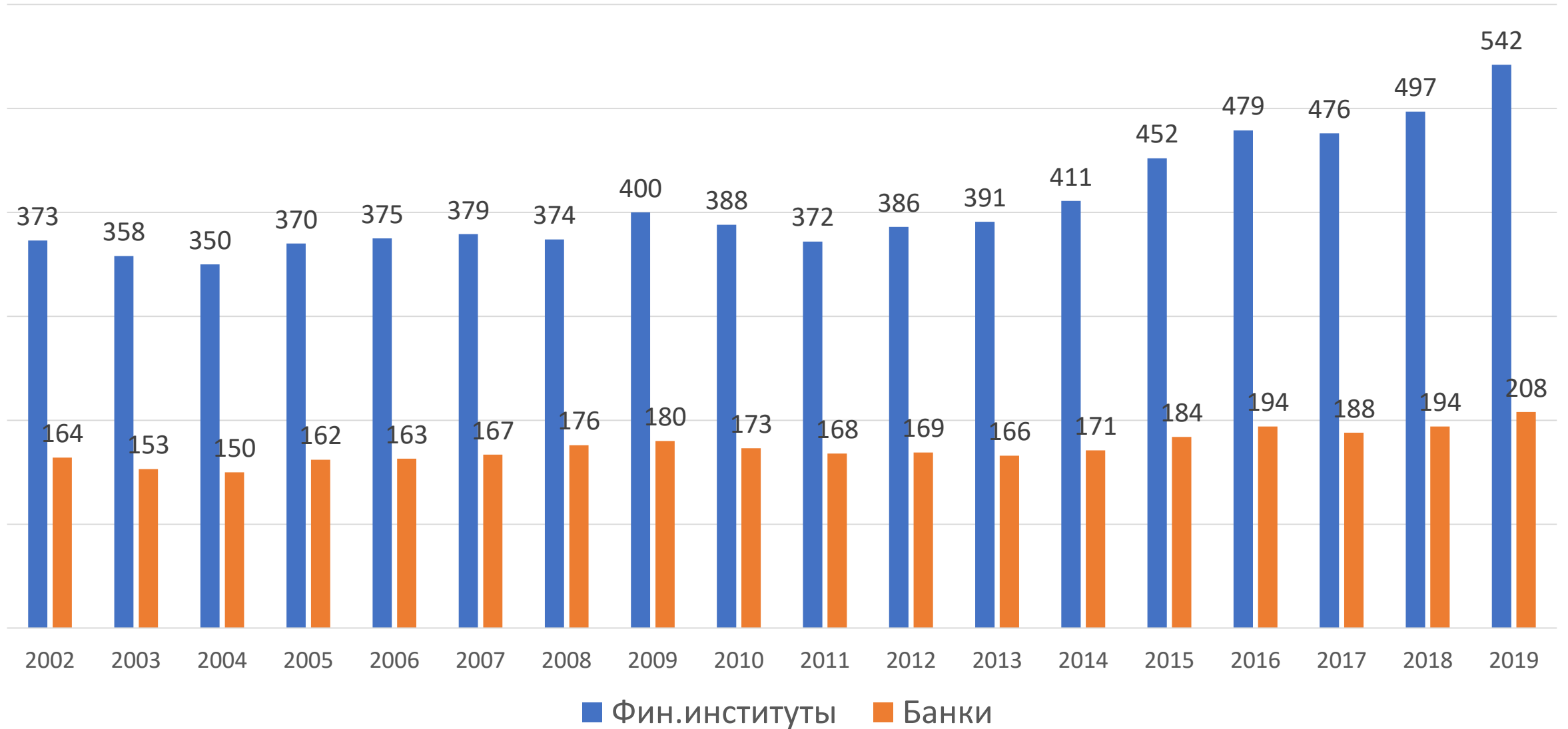
Структура глобальной финансовой системы, 2002 г.,
трлн.дол, %



Структура глобальной финансовой системы, 2019 г.,
трлн.дол, %

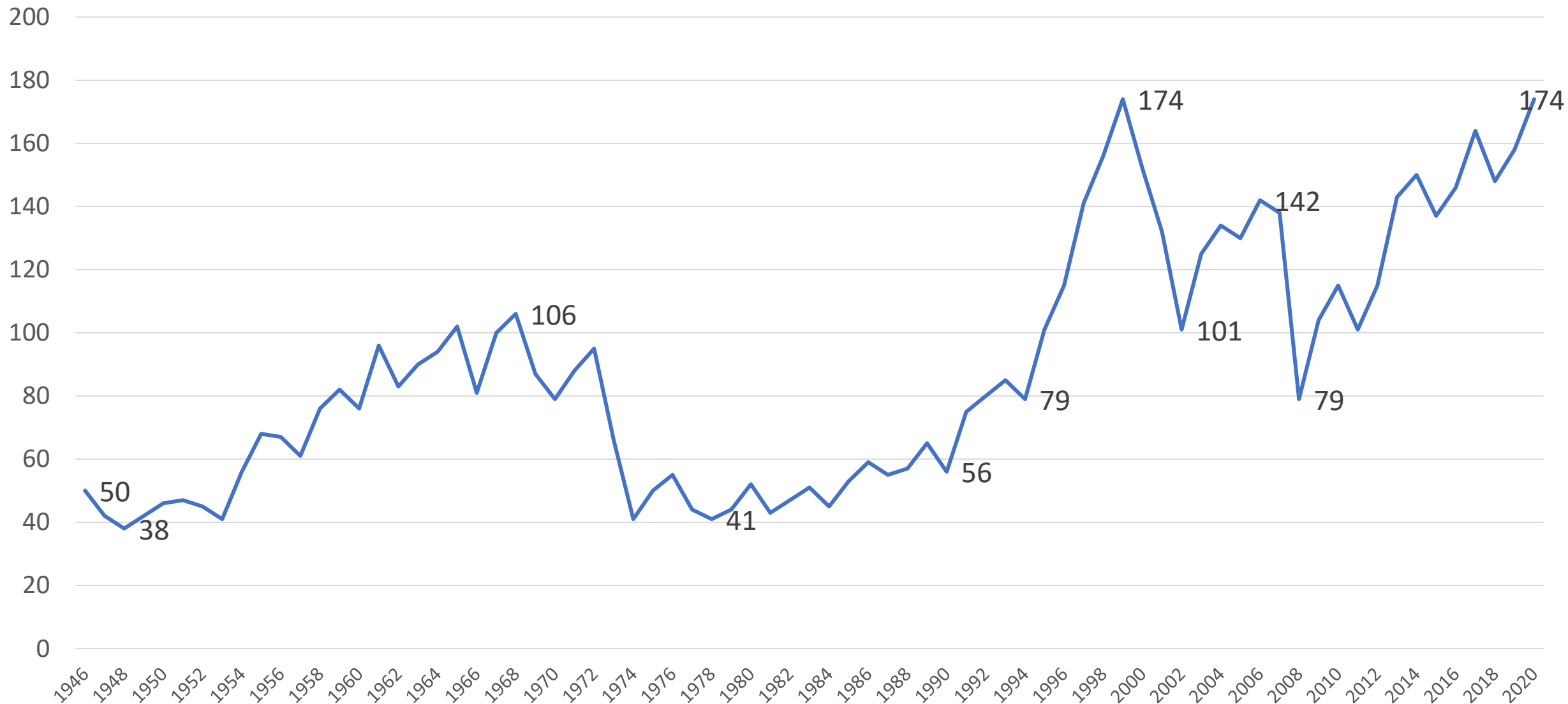


Отношение глобальных активов финансовых институтов к ВВП, %



Источник: 2020 Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediation. Financial Stability Board, Basel, 2020

Капитализация/ВВП США, % 1946-2020 гг.



Источник: 1946-1999 Flow of Funds Accounts of the United States. Board of Governors of the Federal Reserve System; 2000 – 2020 World Federation of Exchanges; World Economic outlook database

- Учитывая особенности моделей капитализма на разных исторических горизонтах, были построены модели для трех разных эпох: 1880-1930, 1931-1970, 1970-2020 гг. и для трех периодов устойчивого развития внутри данных эпох (1880-1913, 1950-1969 гг. и 1980-1999 гг.). По нашему мнению, построение модели для оценки влияния на капитализацию выбранных переменных на всем почти 142-летнем временном горизонте является не вполне плодотворной идеей. Как было показано выше, эпохи и периоды существенно отличаются между собой, поэтому анализ связей капитализации с разными показателями вне исторического контекста может привести к искаженным выводам

КАПИТАЛИЗАЦИЯ И КОЛИЧЕСТВО ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Количество публичных национальных компаний (торгуемых на бирже, конец года)

Страна	2000	2005	2010	2013	2015	2017	2018	2019	2020
Австралия	1330	1643	1913	1955	1989	2013	2004	1952	1902
Великобритания	1926	2757	2057	1857	1963	1738	1720	1696	1606
Германия	744	648	690	639	555	450	465	470	438
Гонконг	779	1126	1396	1553	1770	1987	2161	2272	2353
Италия	291	275	332	292	310	332	332	330	373
Канада	4000	3719	3654	3810	3501	3278	3330	3358	3344
США	7281	5145	4279	4180	4381	4336	4397	4563	4874
Франция	808	664	684	657	669	799	776	745	739
Швейцария	252	284	246	236	234	228	236	237	236
Япония	2561	2767	2690	3408	3504	3598	3652	3704	3754
Бразилия	464	342	373	352	345	335	334	324	342
КНР (Шанхай+Шэньчжэнь)	1035	1377	2063	2489	2827	3485	3584	3777	4154
Индия	5853	4763	5034	5294	5835	5478	5065	5519	5520
Корея	702	1619	1781	1798	1948	2114	2186	2262	2318
Мексика	173	150	130	138	136	141	140	139	140
Россия	249	277	316	287	251	230	221	213	213
Турция	315	304	338	235	392	375	377	378	371
ЮАР	583	348	352	322	316	294	289	274	264
<i>Весь мир, вкл. прочие</i>	<i>44137</i>	<i>44999</i>	<i>45000</i>	<i>45000</i>	<i>46719</i>	<i>44087</i>	<i>48183</i>	<i>45000</i>	<i>51844</i>

Источник: World Federation of Exchanges, S&P, данные бирж

СВЯЗЬ МЕЖДУ КАПИТАЛИЗАЦИЕЙ И СЕЛЬСКИМ НАСЕЛЕНИЕМ.

ООН ИСХОДИТ НЕ ИЗ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ЗАНЯТОСТИ, А ИМЕННО ИЗ МЕСТА ПРОЖИВАНИЯ. ПО ЭТОЙ СТАТИСТИКЕ В АВСТРИИ ПОЧТИ 40%, А В ШВЕЙЦАРИИ ПОЧТИ 30% - СЕЛЯНЕ

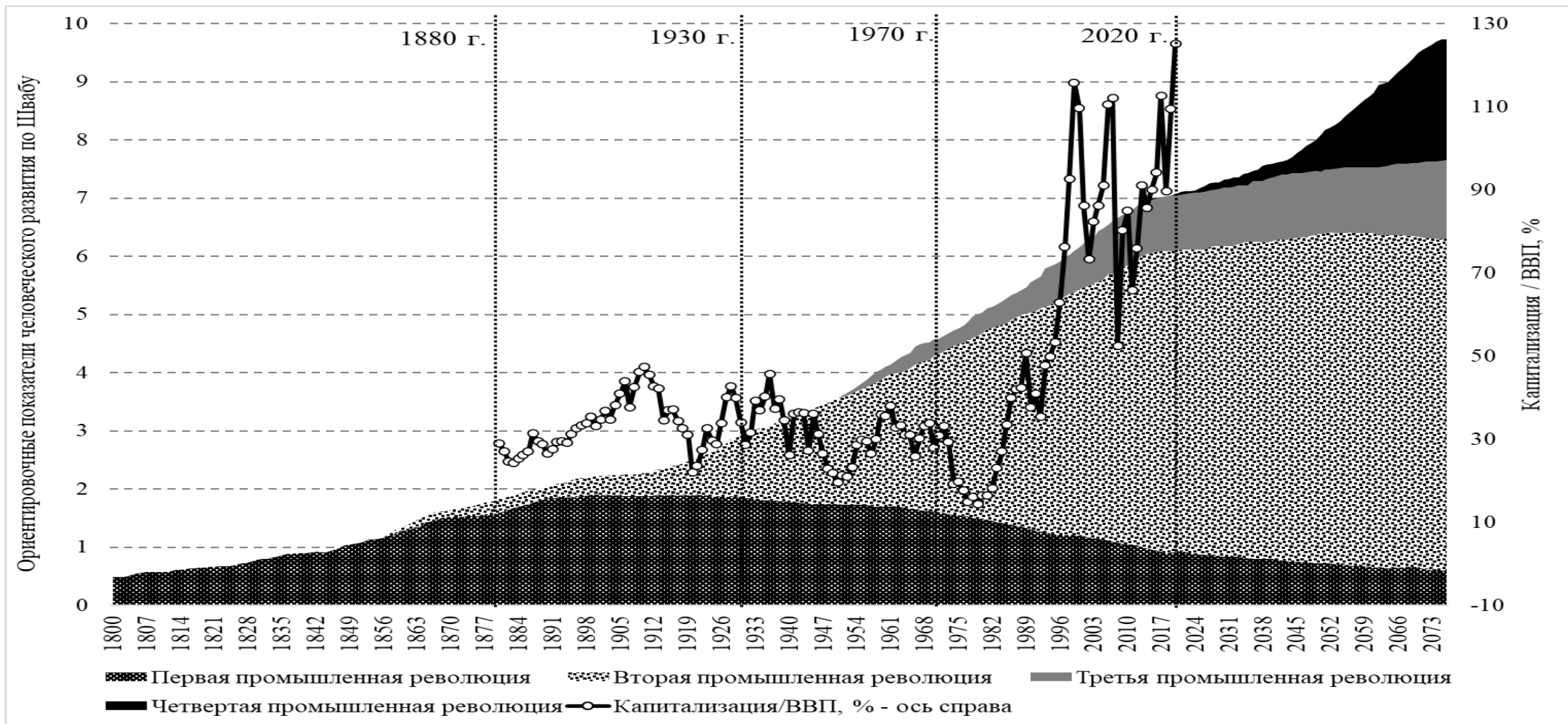
- ВЫЗЫВАЕТ НЕКОТОРОЕ СОМНЕНИЕ (**ЕСЛИ Я ПРАВИЛЬНО ПОНЯЛ**) АГРЕГИРОВАНИЕ ПОКАЗАТЕЛЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ В ЦЕЛОМ ПО ВЫБОРКЕ 17 СТРАН. ВСЕ ЖЕ СЛИШКОМ РАЗНЫЕ У НИХ У ВСЕХ ИСТОРИЧЕСКИЕ УСЛОВИЯ РАЗВИТИЯ, ДА И ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСОБЕННОСТИ.
- КРОМЕ ТОГО, НА США ПРИХОДИЛОСЬ В ПОСЛЕДНИЕ 40 ЛЕТ ОТ 30 ДО 50% ВСЕЙ МИРОВОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ

- Описательная статистика зависимой переменной и 11 факторов по трем ключевым периодам представлена в приложении 3. Для ее построения данные были предварительно усреднены внутри каждого периода и отобраны 5 стран, характеризующих распределение средней капитализации, а также представлены значения факторов для этих стран.

ДИВИДЕНДНАЯ ДОХОДНОСТЬ

- в периоды устойчивого развития в 1880-1913 гг., 1950-1969 гг. и 1980-1999 гг. средняя дивидендная доходность преимущественно снижалась, а в переходные периоды дивидендная доходность, как правило, росла, за исключением периода 1914-1949 гг., на который приходятся две мировые войны и Великая депрессия..... данный феномен в дивидендной доходности акций можно объяснить тем, что в периоды устойчивого развития, сопровождающиеся эйфорией инвесторов, ростом реальной курсовой доходностью акций и притоком капитала в компании, у их менеджеров и ключевых собственников снижался интерес к поощрению инвестиционной привлекательности акций компаний с помощью повышения размеров дивидендов. В то же время, во время переходных периодов, в 1970-1979 гг. и в 2000-2020 гг., компании пытались компенсировать снижение привлекательности акций, проявлявшейся в снижении их курсовой доходности и умеренном объеме привлечения нового капитала, за счет перехода к более активной дивидендной политике

- Период 1971-2020 характеризовался появлением «массы фондовых бирж» (с.49) По мнению Манна (2013), либерализация экономики и финансовых рынков выражались в отказе от золотовалютного стандарта, переходе к политике плавающих процентных ставок, снятии предусмотренных Бреттон-Вудской финансовой системой ограничений по трансграничным потокам иностранного капитала, проведении либеральных экономических реформ, финансиализации, сопровождающейся ростом финансовых рынков и **появлением массы фондовых бирж** (С.13).



С.20 РИС.2 ПРОСЬБА ПОЯСНИТЬ ИДЕЮ ШВАБА