





Екатерина Черных
Генеральный директор ООО «СФН»

Системный разрыв

ОРИЕНТИР 60% КАПИТАЛИЗАЦИИ К ВВП НЕ ВЫГЛЯДИТ НЕДОСТИЖИМЫМ ПРИ ВОССТАНОВЛЕНИИ СТАБИЛЬНОСТИ И ДОВЕРИЯ

Анализ международного опыта позволяет выделить приоритетные меры, которые России следует реализовать для ускоренного наращивания капитализации фондового рынка до целевых 60% ВВП.

Причины низкой капитализации в РФ

Российский фондовый рынок отстает по капитализации от экономик сопоставимого масштаба. На конец 2024 год совокупная капитализация акций РФ составляет лишь 30% ВВП (по сравнению с примерно 150% ВВП в США и 90% в Южной Корее), причём свободно обращается ещё меньше из-за крупных госдолей и мажоритарных пакетов.

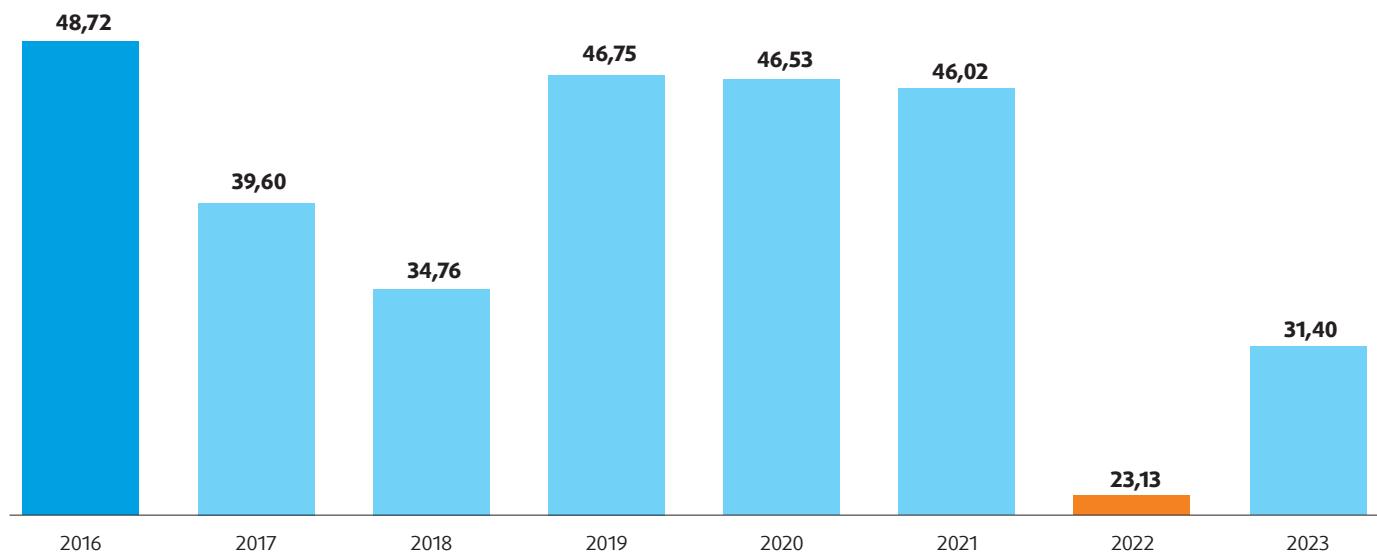
Причины такого отставания носят структурный и институциональный характер.

Во-первых, существенную роль играет преобладание в экономике сырьевых секторов с низкими

мультипликаторами и доминированием государства. Это снижает средние оценки (P/E, P/B) российских акций.

Во-вторых, доля рынка акций в финансировании экономики мала: пенсионные фонды и страховые компании почти не инвестируют в акции: активы российских пенсионных фондов РФ едва дотягивают до 4% ВВП, когда в развитых странах этот показатель составляет от 30 до 100%), а население традиционно держит сбережения в депозитах (39% активов) и наличных. Здесь надо отметить начавшуюся позитивную динамику — на 01.04.2025 г. доля акций в финансовых активах домохозяйств

Рис. 1. ДИНАМИКА РЫНОЧНОЙ КАПИТАЛИЗАЦИИ РОССИИ (в % ВВП) в 2016–2023 гг.



Минимум зафиксирован в 2022 г. (23,13%), максимум – в 2016 г. (48,72%)

РФ выросла до 33,1% благодаря притоку розничных инвесторов в 2020–2021 гг. Тем не менее, напрямую владеют акциями или паями фондов менее 2% российских семей, инвестиции сконцентрированы у узкой группы.

Ведущей причиной является институциональная среда: слабая защита миноритариев, ограниченный free-float, регуляторные риски (санкции, валютные ограничения), которые требуют повышенной премии за риск, снижая оценки акций. Волатильная инфляция и валютный курс (всплески 2009, 2015, 2022 гг.) сыграли роль в подрыве доверия и снижении горизонта инвесторов. В совокупности эти факторы обусловили «скидку»

российского рынка: даже в благоприятные периоды 2000-х капитализация редко превышала 50–60% ВВП, а в кризисы падала до 20%.

Международный опыт свидетельствует: устойчивое повышение Market Cap/GDP достигается не одномоментными акциями, а комплексным развитием макроусловий, финансовых институтов и правил игры. Развитые рынки характеризуются высокой долей акций в активах населения (США — 35%, Япония — 13%, Германия — 11% прямых вложений), мощными внутренними инвесторами — пенсионными и взаимными фондами (активы пенсионных фондов США 160% ВВП, Франции 15%,

Бразилии — 20% ВВП) и благоприятным налогово-правовым режимом, стимулирующим долгосрочные вложения. Пакеты реформ корпоративного права и налогов (например, японские кодексы 2014–2015, корейская программа Value-Up 2024 и др.) статистически связаны с ростом оценки рынков: после внедрения кодекса корпоративного управления в Японии в 2015 г. доля независимых директоров более 30% совета возросла с единичных случаев до 90% компаний, а выплаты акционерам (дивиденды + байбэки) выросли в несколько раз, превысив рост прибылей. В результате японский индекс TOPIX переоценился на 22% (в USD)

всего за 2023 г. на ожиданиях реформ второй фазы. Южная Корея, страдавшая от «скидки чеболей» (ср. средний Р/В 0,8 против 1,5 в Японии), запустила в 2023–24 гг. добровольную программу повышения корпоративной ценности — и уже ощущается приток капиталов и оживление настроений инвесторов.

После почти нулевых значений в конце 90-х российский рынок довольно быстро вырос до 50–60% ВВП к 2006–2007 гг. на фоне сырьевого подъёма и притока капитала, но остался ниже среднемирового уровня. Мировая медиана Market Cap/GDP в 2007 г. превышала 100%, тогда как в России — около 55% (даже на пике цен на нефть).

Но даже эти показатели оказались неустойчивыми в связи с нерешенными инфраструктурными задачами экономики и рынка, вследствие чего глобальный финансовый кризис 2008–09 гг. ударили по РФ особенно сильно. Капитализация рухнула с 40% ВВП (2008) до 19% в 2009 г. — минимум за всю историю, отражая обвал цен российских акций более чем на 70%. В 2010 г. произошёл отскок до 60% ВВП (максимум РФ, достигнутый в 2010 по данным Всемирного банка). Однако ужесточение внешних условий — кризис 2014–15 (санкции, девальвация рубля) — вновь сократило показатель до почти 19%).

За 2010–е капитализация РФ колебалась в диапазоне 20–50% ВВП, не демонстрируя восходящего тренда, несмотря на рост проникновения инвестиций, и к концу 2020 г. она составляла 46,7% ВВП, что лишь немногого выше уровня 2007 г.

После событий 2022 г. мы наблюдаем резкое снижение: в долларовом выражении капитализация упала до 23% ВВП в 2022 (эффект санкций и девальвации). Для сравнения, мировой средний уровень Market Cap/GDP составил 75%, развитые страны — 100–150%, а многие EM (Южная Африка, Малайзия,

Тайвань) — 150–300%. Таким образом, разрыв РФ — системный.

На повестку встает главный вопрос: так из чего состоит такое отставание?

Разложим отношение капитализации к ВВП примерно на четыре компонента: (1) оценка компаний (мультиплекторы, например Р/В), (2) доходность корпораций относительно экономики (прибыль/ВВП), (3) охват и глубина рынка (какая доля секторов/компаний представлена на бирже и ликвидна) и (4) free-float/структура собственности (какая доля акций доступна для рыночных инвесторов).

В РФ недооценка наблюдается по всем компонентам:

1. Низкие мультиплекторы (Р/Е, Р/В).

Российский рынок традиционно торгуется с дисконтом по Р/Е 5–8x (до 2022 г.) против 15–20x на развитых рынках. Даже скорректированный на отрасли, индекс MSCI Russia имел Р/В в 0,8–1,0 в 2018–2021 гг., тогда как MSCI EM — 1,5, а MSCI World — 2,2. Причины — повышенные риски (геополитика, сырьевая цикличность) и слабый мониторинговый контроль. Корреляция Р/В с индексом защиты инвесторов (WB Doing Business) показывает: РФ имела индекс 5,5/10 против 7–8 у развитых стран, что статистически «объясняет» до 10–15 п.п. разницы в Market Cap/GDP. Также существенна роль процентных ставок: при высокой реальной ставке дисконтирование снижает оценки.

2. Ограниченный free-float и ликвидность.

Даже среди публичных компаний доля акций в свободном обращении мала. По оценке Московской биржи, free-float основного индекса IMOEX составляет 50% на 2021 г. (остальное — государство и крупные владельцы). Для некоторых фишек free-float менее 30%. Это означает, что реальная «рыночная» капитализация меньше бухгалтерской. Низкий free-float ведёт к низкой

ликвидности: оборот акций в РФ в 2021 г. был около 40% от капитализации, тогда как на развитых рынках 100–200%. Меньшая ликвидность требует премии за риск и ограничивает участие крупных институционалов.

Возникает порочный круг: низкий free-float → низкая ликвидность → низкие оценки → ещё менее охотно размещают акции. Разомкнуть его можно, стимулируя вторичные размещения, проводя приватизацию долей госкомпаний, бай-бэки с последующим погашением акций (чтобы повысить прибыль на акцию и мультиплекторы).

3. Структура экономики и рынка.

Наконец, часть разрыва — объективная. У стран, богатых природными ресурсами, часто бывает ниже показатель Market Cap/GDP. Например, в Саудовской Аравии до IPO Saudi Aramco в 2019 капитализация была менее 70% ВВП, несмотря на высокие прибыли нефтесектора — просто потому, что компании были не на бирже или оценивались дешево. В РФ топ-5 эмитентов (Сбербанк, Газпром, Роснефть, Лукойл, Норникель) всегда составляли более 3/4 индексной капитализации; отечественных технологических «гигантов» — нет. Межстрановой анализ показывает сильную корреляцию Market Cap/GDP с долей high-tech сектора в ВВП (коэффициент Пирсона — 0,6), и отрицательную — с долей добычи. У России одна из самых высоких долей сырья в капитализации (более 50% в 2021 г., включая нефтегаз и металлы), тогда как у США или Кореи — менее 5%.

Вывод напрашивается такой: чтобы довести Market Cap/GDP РФ хотя бы до 60%, недостаточно ждать изменений структуры экономики, нужны адресные экономико-правовые меры для повышения оценок, расширения free-float и вовлечения инвесторов.

Примеры других стран

Размер и ликвидность рынков. По показателям размера и ликвидности рынки США и Япония заметно опережают остальные — капитализация составляет 155% ВВП у США, 163% у Японии. Это отражает как высокие оценки (рекордные прибыли технологий, мягкая денежная политика), так и глубину рынков: в США более 4000 биржевых компаний, включая мировой технологический сектор. Среди других стран высокий показатель у Франции — 128%, во многом благодаря нескольким глобальным корпорациям (LVMH и др.); при этом у Германии скромнее — 47% ВВП, у Кореи 90%, Китая 63%, Бразилии — 42% ВВП, по данным 2022 года, примерно поровну за счёт банкиров и «ресурсников».

В динамике видно, что развитые страны имели устойчивый рост Market Cap/GDP с 90-х: например, Германия — с 30% в 90-х до 70% на пике доткомов в 2000-х, просадка произошла в 2003–4, потом новый пик — до 60% в 2007, снова спад и восстановление до порядка 50% в последние годы. Франция показывает рост с 50% в 90-х до более 100% в 1999 (бум ТМТ), затем стабилизация около 80–100%, и резкий скачок после 2018 (эффект роста цен акций luxury-сектора). Япония представляет собой интересный случай, когда после коллапса пузыря 1990 капитализация упала с более 140% ВВП до 50% (к 2002 г.), и только к 2023 снова превысила 160%, благодаря реформам и монетарным стимулам (ETF-купке со стороны ЦБ). Южная Корея поднялась с 20% в конце 90-х до 90% к 2024. Причины столь значимого прогресса будут рассмотрены ниже.

Ликвидность рынка отражает оборот акций: в США годовой объем торгов составляет 200% капитализации (NYSE+NASDAQ), в Японии 120%, во Франции 90%, в России (до 2022 г.) — 40%, в Китае — 150% (за счет высокой спекулятивной активности), в Германии

лишь 80% (многие акции держатся стратегами).

Оборотность коррелирует с наличием краткосрочных трейдеров — розницы или HFT (High-Frequency Traders), а также с налогами на операции. Например, в Китае нет налога на курсовой доход, есть stamp duty 0,1% при продаже, однако обороты всё равно высоки. В Франции введение FTT 0,2% в 2012 г. и повышение до 0,3% (в 2017 г.) снизили ликвидность поражённых акций на 10%. Лондону stamp duty в 0,5% исторически не мешал, но у институционалов есть «обход» (биржевые участники уплачивают меньше через деривативы). Южная Корея, напротив, целенаправленно снижала налог на сделки: с 0,3% в 2018 до 0,18% в 2023 г. по основному рынку, что оживило торговлю мелких инвесторов. Однако в 2025 г. курс поменялся — обсуждается возврат к 0,20%, в связи с бюджетными вопросами. Пример Кореи показывает: ликвидность — важный, но не достаточный фактор оценки рынка. К 2020 г. доля розницы в объёмах торгов Кореи взлетела до 67% благодаря нулевым депозитным ставкам и запрету «шортов». Несмотря на рекордные обороты мультиплекаторы остались низкими ($P/B < 1$), ввиду недостаточного качества корпоративного сектора и дисбаланса интересов инвесторов.

Домохозяйства и пенсионные фонды. Размер внутреннего инвесторского базиса сильно различается. В США население владеет через акции/фонды порядка 35% своих финансовых активов, в то время как в Германии — лишь 11% (ещё 36% — косвенно через страховые и пенсионные резервы). В Японии долгие годы доля акций была менее 10%, хотя с 2014 г. Идет рост на фоне внедрения индивидуальных инвестиционных счетов NISA (к 2022 г. — 13%). В России, как отмечалось, прямые вложения населения в акции выросли: на 01.04.2025—33,1% фин. активов (включая доли в бизнесе), однако

распределены они неравномерно (только 1,4% домохозяйств держат рыночные ценные бумаги). Большинство по-прежнему предпочитает депозиты (в РФ — 39% активов, в Европе 30–40%, в США всего 12%). Культура фондового инвестирования коррелирует с историей: страны, в которой развита и пенсионная система, и биржевая культура. США, Великобритания, Канада имеют более высокое участие домохозяйств.

В Южной Корее с 2020 по 2023 гг. произошел сдвиг: число розничных инвесторов выросло до 14 млн человек (из 40 млн), и они совершили 64% годового объема сделок. Розничный бум («народные муравьи») привёл к тому, что политики вынуждены были учитывать их интересы (запреты шорт-продаж, давление на корпорации платить дивиденды).

Однако долгосрочная устойчивость обеспечивается институционалами — пенсионными и страховыми фондами. Активы пенсионных фондов (относительно ВВП) варьируются: от гигантских более 200% ВВП (Дания, Нидерланды) до однозначных величин в странах с распределительной системой (Германия — 7%, Франция — 12%). США — 160% ВВП (все фонды, включая 401k, IRA), Великобритания — 105%, Япония — 35% (GPIF + корпоративные фонды), Бразилия — 20%, Корея — 40% (NPS + частные) — против России с 4%.

Общемировой показатель в среднем — 29%. Доля акций в портфелях фондов тоже ключевая: англосаксонские фонды держат 50–60% в equity, японские — 25% (GPIF поднял долю акций до 50% в 2017, но много зарубежных), а, например, германские Pensionskassen — менее 10%. В России нормативы очень консервативные (негосударственные пенсионные фонды держат менее 10% в акциях РФ), и низкая вовлечённость пенсионных средств — один из самых значимых факторов недоразвития рынка акций РФ. Усиление «институционального якоря»

и появление за счет этого «длинных денег» повысит спрос и снизит волатильность рынка.

Налоги и льготы. Налоговая политика способна как стимулировать, так и отпугивать инвесторов. Отмечу три ключевых наблюдения:

(1) почти везде для долгосрочных вложений действуют льготные режимы. США снизили ставку налога на дивиденды и долгосрочный gain до 15% с 2003 г. (JGTRRA), что привело к всплеску выплат дивидендов корпорациями и росту фондового рынка 2003–2007 (S&P500 +80%). В 2017 льготы были подтверждены (TCJA сохранила 15/20% ставки на дивиденды и gain) при одновременном резком снижении ставки налога на прибыль компаний с 35% до 21% — что мгновенно увеличило чистые прибыли и, по оценкам, подняло рынок США на 5–7% в 2018 г. (через рост EPS).

(2) Европейские страны движутся к уравниванию налогов на разные формы инвестидохода — т. н. «единый тариф на капитальный доход». Германия ввела Abgeltungsteuer 25% в 2009 г. на все процентные, дивидендные доходы и продажи акций (до этого долгосрочные свыше 1 года не облагались). Франция в 2018 перешла к 30% единому налогу (12,8% налог +17,2% соцвзносы) на инвестиционный доход (ранее дивиденды облагались по шкале до 45%).

В России налогообложение фрагментировано: 13% на дивиденды резидентам, 13% на gain при удержании до 3 лет (льгота — освобождение до 3 млн руб), 0% по ИИС при закрытии счета после минимального срока. Это относительно конкурентно. Но есть и негатив: налог на купоны ОФЗ, введенный с 2021 г., который подрывает доверие к фондовым вложениям. Корейский случай интересен тем — там нет налога на курсовой доход для большинства розничных инвесторов (владеющих до 1 млрд в одной акции), зато есть налог на сделки (ранее 0,3%). Это приводило к предпочтению

роста цены над выплатой дивидендов. Дивиденды в Корее облагаются суммарно почти 49.5% для верхней категории (включая местные налоги), тогда как gain часто не облагается — создав стимул компаниям не платить дивиденды (чтобы акционеры зарабатывали на росте курсов без налога). Правительство Кореи обсуждает выравнивание налогообложения: либо ввести всеобщий налог на gain (планировалось с 2023 г., отложено до 2025 г.), либо снизить налог на дивиденды.

Корпоративное право и регулирование. Страны, сумевшие резко увеличить капитализацию рынка, как правило, проводили последовательные реформы корпоративного законодательства и регулирования бирж. Приведу несколько примеров среди наиболее значимых рынков.

США

Закон Sarbanes — Oxley (SOX), вступивший 30.07.2002, усилил ответственность менеджмента за отчетность и внедрил жесткие требования к внутреннему контролю. Хотя он сыграл положительную роль в повышении доверия инвесторов после серии скандалов (Enron, WorldCom), побочным эффектом стали выросшие издержки для эмитентов — некоторые зарубежные компании делистинговались с NYSE/Nasdaq в 2000-х. В 2005 SEC реализовала Regulation NMS — комплекс правил национального рынка: обязательное исполнение сделок на лучших условиях (NBBO), запрет сделок вне NBBO (trade-through rule), минимальный тик \$0.01 для акций дороже \$1 (что ограничило субкопеечные спреды). Начался расцвет альтернативных торговых систем (ECN, даркпулы) и конкуренция бирж, что снизило издержки торговли — ликвидность и объемы в США росли, способствуя притоку инвесторов. Налоговые законы: помимо упомянутых JGTRRA-2003 и TCJA-2017. JGTRRA стимулировал также программы buyback — дешевый посленалоговый

капитал стимулирует компании возвращать средства акционерам, что поддерживало спрос на акции. Сейчас buyback — ключевой драйвер рынка США (в 2010-х на них приходилось до 50% чистого спроса на акции).

Германия

Исторически рынок акций здесь был вторичен как источник финансирования — доминировали банки. В 1990-х началась дерегуляция: был отменён налог на продажу ценных бумаг (до 1991 г. был 0,5%), прошли приватизации (Deutsche Telekom IPO 1996 и др.). В 2002 г. принят закон TransPuG, усиливший права акционеров и внедривший некоторые элементы кодекса управления. Ключевая налоговая реформа — Abgeltungsteuer с 01.01.2009: 25% финальный налог на все инвестиционные доходы. Он упрощал систему, но убрал льготу на долг: ранее доход от акций, удержаных более 1 года, не облагался. Исчезновение этой льготы, по мнению ряда экспертов, снизило мотивацию населения к долгосрочному инвестированию в акции (особенно на фоне биржевых убытков 2008, после чего приток розницы в акции так и не восстановился до 2020-х). В 2013 вступил KAGB — немецкий инвестиционный кодекс, имплементирующий директиву ЕС AIFMD: который установил единые правила для фондов альтернативных инвестиций и защиту их инвесторов. Это способствовало развитию рынка инвестиционных фондов (AUM фондов выросли с €1,5 трлн в 2013 г. до более €3 трлн в 2022 г.). В 2018 г. была внедрена директива MiFID II в нацзакон (WpHG): было повышенено требования к прозрачности, оплата research выделена отдельно, без включения в брокерскую комиссию. Последнее сильно ударило по анализу малых акций — их покрытие аналитиками сократилось, ликвидность упала. Таким образом, универсальные меры ЕС не вполне подошли к местной специфике рынка.

Франция

Для стимулирования «народного капитализма» Франция ещё в 1992 г. создала Plan d'épargne en actions (PEA) — индивидуальный счет для инвестиций в акции до €150 000, доходы на котором освобождены от налога при удержании более 5 лет. PEA стал успешным: к 2022 г. почти 4 млн счетов, свыше €100 млрд активов, средний срок держания — 10 лет. В 2019 г. законом Loi PACTE лимит PEA был увеличен до €225 000 (для PEA-PME, ориентированного на малые компании), а условия смягчены (частичное снятие после 5 лет без закрытия счета). Также PACTE (вступил 22.05.2019 г.) содержал меры по облегчению выхода МСП на биржу и по приватизации: государство сократило доли в ADP, Française des Jeux и др. Полученные средства инвестированы в инновационный фонд для экономики. Ещё PACTE усилил роль AMF (регулятора) — расширены полномочия надзора и упрощены процедуры голосования акционеров.

Что касается налогов на операции — Франция в одиночку ввела FTT с 01.08.2012 г. (0,2% при покупке акций французских компаний более €1 млрд капитализации), в 2017 г. налог повышен до 0,3% и охвачена внутридневная торговля (чтобы ловить HFT). Эффект — снижение оборота крупнейших акций приблизительно на 10–15%, что признано приемлемым (цель налога — политическая и фискальная). Для повышения привлекательности инвестиций в 2019 г. был отменён «exit tax» (налог на нереализованный прирост при смене налогового резидентства).

И, наконец, Франция известна требовательностью к листингу и CG: закон Florange 2014 г. дал двойной голос «долгосрочным» акционерам от 2 лет (усилив позиции государства), а Loi 2019–486 (PACTE) упростиł пороги для squeeze-out (снизив с 95% до 90% порога акций для выкупа

миноритариев). Это облегчает реорганизации групп, но вызывает озабоченность миноритариев.

Япония

После «потерянных десятилетий» Япония с 2013 г. взяла курс на оживление рынка под эгидой Абэномики. Были запущены NISA счета с активами свыше ¥30 трлн (запущены в 2014 г., не облагаются налогом дивиденды и прирост капитала (gain), с лимитом инвестирования до ¥1,2 млн/год, освобождение от налога 5 лет; был принят Stewardship Code (02.2014 г.) — об участии в управлении компаний; Corporate Governance Code Токийской биржи (06.2015 г.) — свод принципов для публичных компаний как условие листинга. Эти меры дали ощутимый результат: количество независимых директоров в японских компаниях выросло в разы, распределение прибыли сменилось от пассивного на про-акционерное (рис. 2).

За 2013–2023 гг. совокупные дивиденды японских компаний выросли с около ¥5 трлн до ¥16 трлн, а байбэки — с почти ¥1 трлн до рекордных ¥10 трлн в 2023 г. В итоге средний Р/В по TOPIX поднялся с 0,9 в 2013 г. до 1,25 в 2023 г., а число компаний с Р/В больше <1 сократилось (хотя всё ещё около 50% первого эшелона TSE). Для решения этой проблемы TSE с 2023 г. перешла к 2 фазе реформ: в марте 2023 г. биржа разослала компаниям с Р/В <1 требование раскрыть планы повышения данного показателя выше 1 — фактически, потребовала признать проблему и составить план повышения показателя.

Одновременно, FSA и правительство запустили ревизию правил кросс-акционерного владения, который считался бичом японского рынка десятилетиями. Давление на банки и корпорации привело к тому, что крупнейшие страховщики объявили в 2023 г. о продаже всех своих кросс-пакетов в течение 6 лет. Таким образом, Япония дает пример того, как последовательные

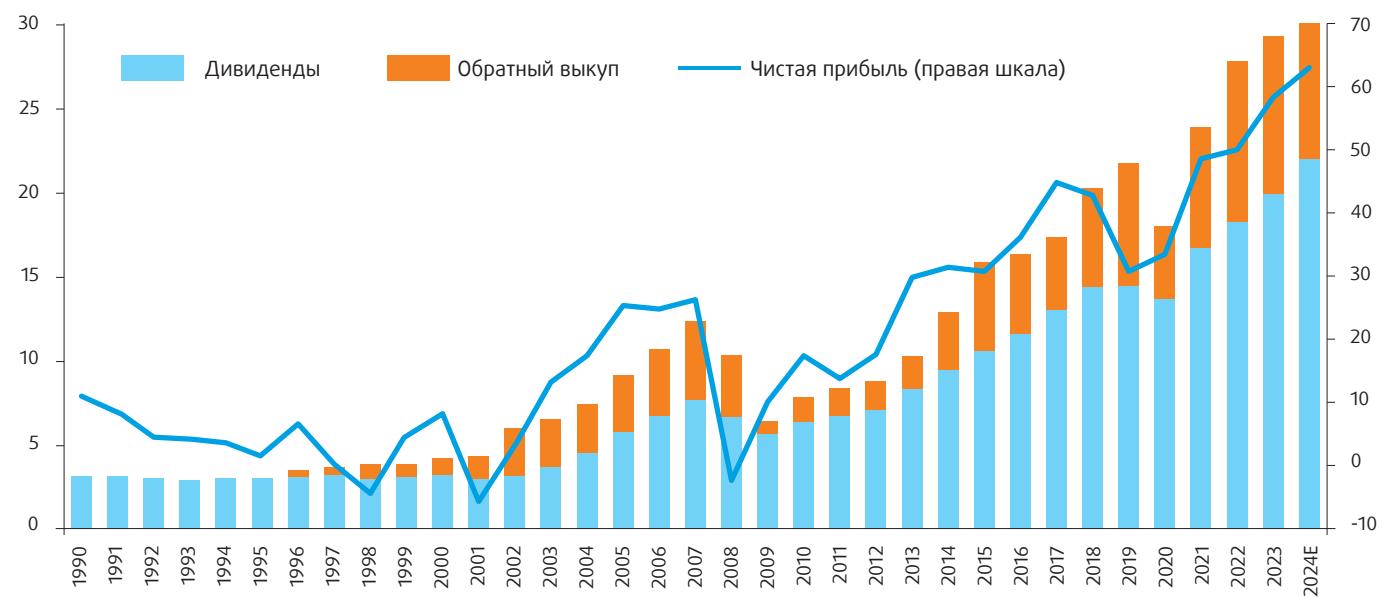
реформы, стимулы инвесторам (NISA) и давление биржи могут сдвинуть, казалось бы, инертную систему. Итог — фондовый рынок Японии в 2023–24 гг. поднялся на тридцатилетний максимум, и инвесторы возвращаются.

Китай

Развитие фондового рынка Китая шло поэтапно, с определенными реформами, которые существенно влияли на отношение капитализации к ВВП. Первичные фондовые биржи (Шанхай и Шэньчжэнь) были созданы в 1990 г., но долгое время рынок оставался ограниченным из-за преобладания неголосующих «необращающихся» акций у государства. Переломным моментом стала реформа 2005–2006 гг. («split-share reform»), в ходе которой государственные пакеты были конвертированы в обращающиеся акции. Это устранило многолетний структурный дисбаланс и повысило ликвидность: к 2007 г. капитализация рынка взлетела до рекордных 124% ВВП. Несмотря на последующий обвал (финансовый кризис 2008 г.), реформа заложила основу для более широкого участия инвесторов.

В 2010 годах Китай продолжил реформы: в 2014 г. запущена программа Shanghai-Hong Kong Stock Connect, позволившая иностранным инвесторам более свободно покупать акции компаний. В 2019 г. в Шанхае открыта площадка STAR Market с регистрационной системой IPO, ориентированная на технологические компании, а в 2020 г. аналогичный переход на регистрацию IPO осуществлён для площадки ChiNext в Шэньчжэне. Наконец, в феврале 2023 г. регулятор полностью перешёл к регистрационной системе IPO на всех биржах Китая, отказавшись от длительного процесса регистрации — шаг, сближающий китайские правила листинга с международными стандартами. Эти реформы облегчили выход компаний на рынок и увеличивали число размещений (к 2022 г. в Китае было свыше

Рис. 2. Рост выплат акционерам* и прибыли корпораций в Японии** (1990-2024)



* Дивиденты + обратные выкусы

** ¥ трлн

С середины 2010-х рост возврата капитала опережает рост прибылей, что отражает политику повышения ROE и давления инвесторов

11 тыс. публичных компаний), тем самым способствуя росту суммарной капитализации.

Налого-правовая политика. Налоговая система Китая относительно нейтральна для фондового рынка, за исключением использования гербового сбора (stamp duty) как инструмента оперативного регулирования. Он взимается на сделки с акциями, его ставка меняется для стимулирования/охлаждения рынка. Примечательно, что долгосрочный налог на прирост капитала для розничных инвесторов отсутствует (налогообложению подлежат лишь дивиденды и для отдельных категорий — краткосрочные спекуляции), что поощряет участие

населения. В то же время гербовый сбор служит «рычагом»: так, 28 августа 2023 г. правительство неожиданно — впервые с 2008 г. — вдвое снизило ставку гербового сбора (с 0,1% до 0,05%) на все фондовые сделки с целью «оживить рынок и повысить уверенность инвесторов». Одновременно регулятор распорядился замедлить количество новых IPO и ограничить продажи крупными акционерами, стремясь поддержать котировки.

Эти меры, хотя и дали краткосрочный рост рынка, подчеркнули структурную проблему: рыночная капитализация в КНР чувствительна к регуляторным действиям, а не только к фундаментальным факторам. Кроме налогов, важно

отметить правовые ограничения на движение капитала: хотя для портфельных инвестиций режим либерализован (отмена квот QFII, запуск Stock Connect), сохраняются валютные ограничения и контроль над оттоком капитала. Это сдерживает приток иностранных инвестиций, несмотря на включение китайских акций в индексы MSCI EM в 2018–2019 гг. В целом налогово-правовая политика Китая эволюционирует в направлении стимулирования рынка (снижение барьеров, защита инвесторов), но сочетание стимулирующих мер с административными вмешательствами отражает двойственный характер политики.

Микроструктура рынка. Китайский фондовый рынок характеризуется высокой активностью торгов, но также некоторыми структурными особенностями. **Ликвидность** очень высокая: объём торгов акциями в 2022 г. составил 181,5% ВВП, а коэффициент оборачиваемости превышает 280%, что существенно выше развитых рынков. Это указывает на развитую биржевую инфраструктуру и активный трейдинг. В то же время действуют ограничения волатильности — дневные лимиты колебаний цен составляют плюс/минус 10%, а короткие продажи и деривативы долгое время были ограничены.

Постепенно инфраструктура усложняется: введены производные инструменты (фьючерсы на индексы, опционы), развивается маржинальная торговля. В 2019 г. регулятор разрешил торговлю акциями без ежедневных лимитов на новой площадке STAR Market, апробируя более рыночно-ориентированную модель. Конкуренции между биржами как таковой нет — Шанхай и Шэньчжэн специализируются на разных секторах, а объединения или альтернативные площадки отсутствуют (в отличие от, например, системы ATS в США). Тем не менее, с точки зрения микроструктуры, Китай достиг уровня, достаточного для больших объёмов IPO и торговли, о чём свидетельствует число IPO и вторичных размещений. После 2019 г. среднегодовое число IPO превысило 200, а в 2022 г. Китай вышел на первое место в мире по объёму привлечённого на бирже капитала. Таким образом, микроструктурные ограничения не являются главным препятствием — китайский рынок технически развит, основное отставание связано скорее с институциональными факторами.

Участие инвесторов. Структура инвесторов в Китае исторически отличалась доминированием розничных участников. Домашние хозяйства, часто малоопытные, составляли основу торговой активности, что приводило

к высокой волатильности и спекулятивным пузырям (яркий пример — ралли 2015 г., подкреплённое миллионами новых розничных счетов). Иностранные инвесторы до недавнего времени играли незначительную роль: даже к 2020 г., после открытия через Stock Connect, доля иностранных держателей составляла 4–5% капитализации. Институциональные же инвесторы внутри страны были слабо развиты: объем пенсионных активов — лишь 2,2% ВВП, страховых — менее 3% ВВП, что намного ниже не только развитых рынков (где пенсионные фонды составляют десятки процентов ВВП), но и ряда развивающихся.

Однако ситуация меняется: рост взаимных фондов (ПИФов) — почти 18% ВВП активов, появление крупных управляемых счетов банков, а также создание системы частных пенсионных продуктов (с 2022 г. запущены pilotные частные пенсионные планы, разрешающие вложения в фонды). Доля институционалов постепенно растёт, а поведение рынка становится более фундаментально ориентированным. Например, после включения акций в индекс MSCI Emerging Markets (фаза с 2018 по 2020 гг.) в страну пришли крупные зарубежные фонды, что увеличило влияние иностранных портфельных инвесторов. Тем не менее, до сих пор 60–70% оборота приходится на розничных трейдеров, и повышение капитализации во многом зависит от притока сбережений населения на биржу. Важным драйвером тут выступает монетарная среда: в период низких ставок (примерно 2015–2019 гг.) наблюдался бум розничных инвестиций, тогда как ужесточение финансовых условий сдерживает приток. В итоге в Китае наличие многочисленного населения и растущего среднего класса — потенциал для высокого Market Cap/GDP, но реализация этого потенциала требует продолжения институциональных реформ для укрепления

доверия со стороны широкого круга инвесторов.

Опыт Китая показывает, что при улучшении условий (приватизация акций, либерализация доступа, защита прав) капитализация может быстро расти, но без параллельного укрепления институтов возможны перегревы и откаты, что и отражается в волатильной динамике показателя MC/GDP.

Южная Корея

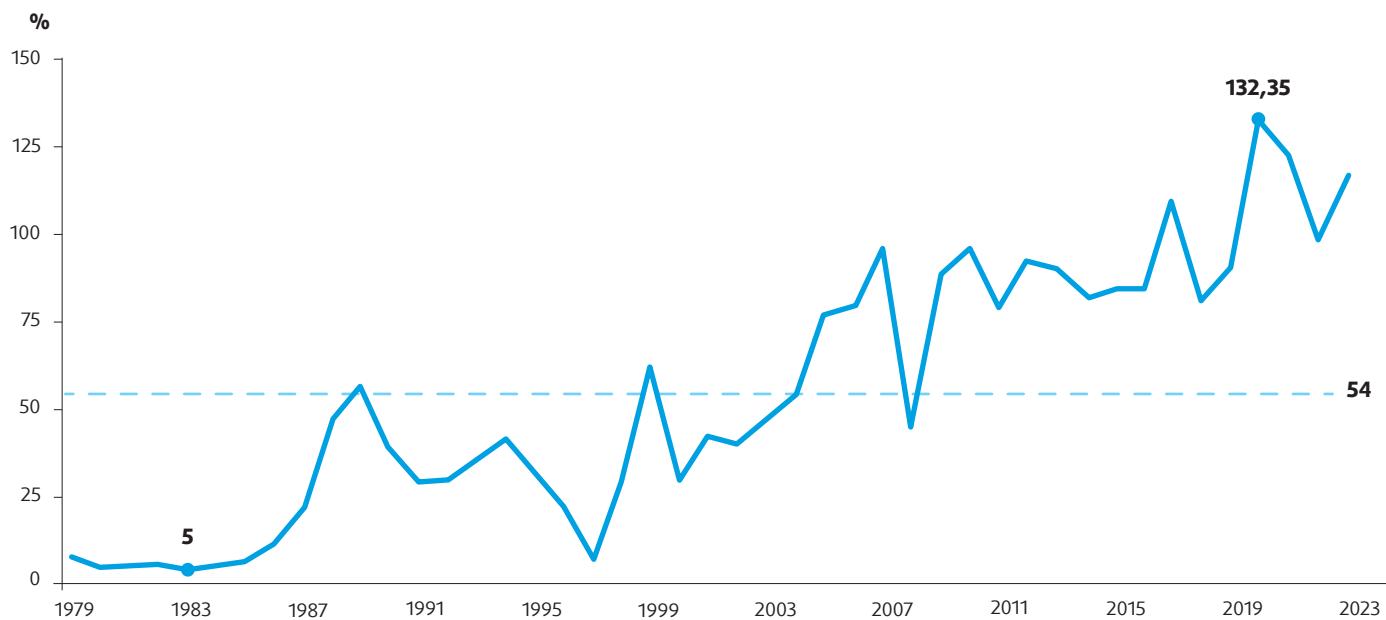
Южная Корея — пример страны, сумевшей превратить институты и реформы в рост фондового рынка: капитализация KOSPI резко увеличилась в последние годы, достигнув 115% ВВП в 2023 г. (против 54% в среднем в 1980–2020 гг.).

Однако даже при столь высокой капитализации сохранился феномен «корейского дисконта» — акции торговались с заметным мультиплаторным дисконтом к сопоставимым азиатским рынкам из-за хронических проблем корпоративного управления и структурных особенностей экономики. Ситуация начала меняться с приходом администрации президента Юн Сок Ёля в мае 2022 г., провозгласившего курс на «Advancement of Capital Markets» (Развитие рынка капиталов) для устранения дисконта и привлечения инвестиций. Ещё в 2020–2021 гг. на фоне пандемии и рекордно низких ставок розничные инвесторы (прозванные «муравьями») активно вливались на биржу, компенсируя отток иностранцев; государство временно запрещало короткие продажи (с марта 2020 г. на 13 месяцев) для поддержания рынка. Однако эти экстренные меры не решали фундаментальных проблем.

В 2022 г. был запущен комплекс реформ — финансовый регулятор (FSC) в координации с биржей KRX внедрил изменения по трем направлениям:

- глобальные стандарты и инновации — сюда вошли меры для привлечения иностранцев (отмена устаревших требований регистрации инвесторов-нерезидентов,

Рис. 3. ДИНАМИКА ОТНОШЕНИЯ КАПИТАЛИЗАЦИИ РЫНКА ЮЖНОЙ КОРЕИ К ВВП (1979–2023)



разрешение открывать омнибус-счета через Euroclear, расширение часов валютных торгов), а также подготовка к запуску альтернативной торговой системы (ATS) для конкуренции с основной биржей;

- защита инвесторов и справедливость рынка — усиление борьбы с манипуляциями (особенно с незаконными short sales: введена система мониторинга и продлены ограничения на необеспеченные продажи), повышение транспарентности;
- финансовая стабильность — меры против чрезмерной волатильности, координация политики дивидендов банков и т. п.

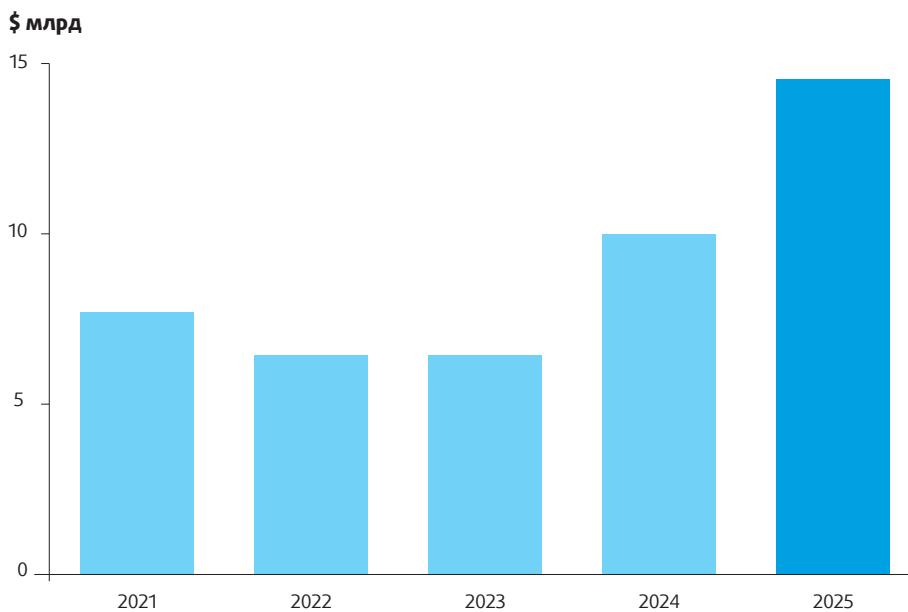
К концу 2022 г. президент Юн также добился снижения корпоративного налога с 25% до 24% и, что особенно приветствовали рынки, отложил введение налога на финансовые инвестиции (20% на прирост капитала по акциям) до 2025 г., назвав этот налог вредным для фондового рынка. Эти шаги сразу улучшили инвестиционный климат: в 2023 г. иностранные фонды начали пересматривать взгляды на Корею, учитывая её готовность соответствовать стандартам развитых рынков (что важно для перспективы переклассификации в индексе MSCI с «emerging» на «developed»).

2023 год ознаменовался как испытание реформ на практике. Несмотря

на глобальные волнения (геополитика, отток капитала с ЕМ), Корея продолжила курс: в январе 2023 г. объявлен пакет мер по облегчению доступа иностранных инвесторов, включающий уже упомянутые отмену идентификационных сертификатов и налоговые льготы на госбонды. Рынок акций пережил коррекцию в 2022 г. (капитализация упала со 122% ВВП в 2021 г. до 98% в 2022 г.), но в 2023 г. началось восстановление — во многом на ожиданиях структурных улучшений.

Однако политическая нестабильность внесла неопределенность: оппозиция критиковала отказ от налога на инвестиции как «популизм», а сам

Рис. 4. Объем выкупа акций в Южной Корее (2021 г. – 1 полугодие 2025 г.)



президент Юн столкнулся с внутренними кризисами. Тем не менее, корпоративный сектор начал отвечать позитивно: крупные компании увеличивали дивиденды и обратные выкупы акций. По данным FactSet, совокупные buyback за 1-е полугодие 2025 г. превысили объём за весь 2024 г. — частично вследствие давления реформ, требующих повышения «shareholder returns». Это показывает, что даже ожидание реформ стимулировало корпоративное поведение.

Кульминацией стали 2024–2025 гг. После обострения политической борьбы в конце 2024 г. (в декабре президент Юн даже ввёл кратковременно чрезвычайное

положение, что привело к импичменту), к власти пришло новое правительство во главе с президентом Ли Джэ Мёном в июне 2025 г. Несмотря на смену лидера, курс на реформы продолжился, поскольку и прежняя, и новая власть осознавали необходимость улучшения корпоративного управления.

3 июля 2025 г. Национальная асамблея единогласно приняла закон о реформе корпоративного управления. Закон обязывает директоров действовать в интересах всех акционеров, ограничивает права контролирующих акционеров при выборе аудиторских комитетов, требует от публичных компаний крупного размера проводить

гибридные онлайн-оффлайн собрания акционеров и увеличивает квоту независимых директоров с 25% до 33% совета.

Этот законодательный прорыв устраивает ряд многолетних проблем: ранее «чеболь» — конгломераты семейных групп — удерживали чрезмерный контроль через перекрёстное владение, и миноритарии страдали от низких выплат и цен акций. Теперь же законодатель навязал более прозрачные и равноправные правила, что сразу сократило «корейский дисконт» по Р/Е: если раньше акции РК торговались с 40% дисконтом к азиатским аналогам, то к середине 2025 г. дисконт сузился до 30%, близкого к историческому минимуму. Инвесторы заранее закладывали эти улучшения: индекс KOSPI уверенно рос в первой половине 2025 г., подкреплённый ожиданиями реформ. Дополнительно, монетарная политика стала благоприятной — Банк Кореи после 2022 г. перешёл к снижению ставки, укрепив оценки акций (благодаря ставкам и дивидендам финансовый сектор, на который приходится 13% рынка, вырос на 57% за год к июлю 2025 г.).

Таким образом, Южная Корея за 2020–2025 гг. предприняла комплекс мер: снижение налогового бремени на инвесторов (отмена нового налога, небольшое снижение корпоративного налога), либерализация доступа для иностранцев, борьба с несправедливостью (short sale реформа, защита миноритарии), улучшение корпоративного управления и возврата акционерам. Результатом стала высокая капитализация рынка и прилив капиталов.

При этом в июле 2025 г. было и предостережение: новое правительство, закрывая бюджетные дыры, решило повысить ставку налога на финансовые транзакции (с 0,15% до 0,20%) и вернуть ставку корпоративного налога до 25%. Рынок немедленно отреагировал снижением на 4% за два дня, демонстрируя, что инвесторы чувствительны к налогово-правовым

изменениям. Тем не менее, общее направление реформ не изменилось, и наблюдатели ожидают дальнейшего приближения к стандартам развитых рынков (в т. ч. возможного повышения статуса в индексах).

Проверка гипотезы на примере Южной Кореи

Опыт Республики Корея 2020–2025 гг. позволяет эмпирически оценить выдвинутые гипотезы о факторах Market Cap/GDP:

H1 (структурные реформы повышают капитализацию). Корейский случай однозначно подтверждает эту гипотезу. Комплекс реформ («Capital Market Reform Agenda») привёл к росту рынка: приток иностранного капитала возобновился с апреля 2025 г., достигнув чистого притока \$6 млрд за три месяца, и капитализация выросла на ожиданиях и реализации реформ.

Особенно показательно влияние реформ корпоративного управления: ещё до их принятия курс акций рос, закладывая положительные ожидания (индекс KOSPI +17% за 1-е полугодие 2025 г.). Принятие закона 03.07.2025 г. вызвало положительную реакцию рынка, устранение части дисконта говорит о повышении совокупной оценки компаний. Также запуск альтернативной площадки (ATS) и меры против злоупотреблений короткими продажами (short-selling) должны долгосрочно улучшить доверие. Все эти реформы структурно расширяют рынок — например, ATS впервые разрушит монополию KRX, потенциально повышая эффективность торгов и снижая издержки. В итоге H1 подтверждена: последовательные реформы в РК привели к ускорению роста Market Cap/GDP.

H2 (улучшение институциональной среды и защиты прав инвесторов повышает Market Cap/GDP). Корейские данные дают сильное подтверждение. До реформ акции оценивались

с дисконтом из-за низкого качества корпоративного управления и рисков для миноритариев. Реформа Value Up и закон 2025 г. по сути улучшили институциональную среду (правила для директоров, независимые советы, защита миноритариев) — соответственно, доверие инвесторов выросло, коэффициенты расширились. Кроме того, политическая стабильность после выборов 2025 г. (новое правительство быстро утвердились) сняла часть политического риска, что также относится к институциональным факторам. Таким образом, H2 подтверждается: устранение многолетних институциональных недостатков (преимущественно в сфере корпоративного права) дало ощутимый вклад в рост капитализации, сократив «institutions discount».

H3 (налогово-правовая политика влияет на глубину рынка). Корея демонстрирует, что налоговые решения могут как помогать, так и мешать рынку. Отмена планируемого налога на инвестиционный доход (Financial Investment Income Tax), изначально намеченного на 2023 г., однозначно поддержала рынок, сняв угрозу оттока частных инвесторов. Местные инвесторы — около 15 млн человек — избежали 20% налога на прибыль, что улучшило их настроения и сохраняет приток средств на биржу. С другой стороны, повышение транзакционного налога в 2025 г. мгновенно ударило по рынку — падение на 4% за два дня. Это служит «естественному экспериментом», подтверждающим H3: менее благоприятная налоговая среда приводит к снижению капитализации (через падение цен и, возможно, объёма торгов). Таким образом, гибкая налоговая политика — важный инструмент. В Корее власти сделали выбор в пользу стимулирования: на период реформ уменьшили совокупное налоговое бремя (снизив налог на прибыль компаний, отменив новый налог на инвестиции). Это частично компенсировало негатив

от транзакционного налога. H3 можно считать подтверждённой, так как примеры показывают: налоговые решения существенно влияют на отношение капитализации к ВВП через канал оценки активов и участия инвесторов.

H4 (развитие рыночной микроструктуры и ликвидности способствует Market Cap/GDP). Южнокорейский рынок и до 2020 г. отличался высокой ликвидностью и развитостью инфраструктуры (обращаемость 185%, широкий деривативный рынок на KOSPI200). Однако введение конкуренции бирж (лицензия ATS для платформы Nextrade, с запуском в 2025 г.) — нововведение, способное улучшить микроструктуру: ожидается снижение спредов и рост общего объёма торгов за счёт более эффективного ценообразования. Кроме того, меры 2023 г. по расширению торговых часов валютного рынка облегчили хеджирование для иностранцев, а снятие требований к идентификации упростило доступ — эти шаги снижают фрикционные издержки и повышают ликвидность. Уже в 2023–2024 гг. приток иностранцев частично объяснялся данными инновациями (например, возможность работать через Euroclear и без локального брокера напрямую). Таким образом, хотя количественно влияние H4 оценить сложнее, косвенные признаки подтверждают: улучшение микроструктуры (конкуренция площадок, удобство для участников) стимулирует рост рынка. Корейский регулятор прямо заявлял, что конкурентный и современный рынок — часть стратегии повышения капитализации. Можно утверждать, что H4 подтвердилась: в комплексе реформ присутствовали меры микроструктурного характера, и они внесли свой вклад в позитивную динамику MC/GDP.

H5 (широкое участие инвесторов, в т. ч. иностранных и институциональных, увеличивает капитализацию рынка). Кейс Кореи очень показателен для этой гипотезы. Во-первых, роль иностранцев: после нескольких лет

оттока (2020–2022 гг. нерезиденты сократили долю с 31% до 27% капитализации), в 2023–2025 гг. иностранные фонды вернулись. Как только появились ожидания улучшений, с апреля 2025 г. иностранные учреждения стали нетто-покупателями каждый месяц. Их возвращение не только непосредственно повышает рыночные цены (спрос растёт), но и косвенно улучшает оценку за счёт снижения премии за риск. Во-вторых, местные институционалы: крупнейший в стране инвестор — Государственный пенсионный фонд (NPS) — с активами почти 900 млрд долл. (40% ВВП) постепенно увеличивал долю инвестиций в акции (как корейские, так и зарубежные). Под давлением правительства NPS и другие фонды взяли курс на активизм и повышение доли акций в портфелях. Данные показывают, что пенсионные активы в стране достигли 32% ВВП, что значительно выше Китая или Бразилии. Эти средства обеспечивают устойчивый спрос на национальные акции, поддерживая их капитализацию. В-третьих, розничные инвесторы: в Корее их влияние проявилось особенно ярко в 2020–2021 гг., когда почти 7 млн новых счетов было открыто физлицами на волне низких ставок и патриотического движения «финансовый меркантилизм».

Хотя к 2023 г. розничная активность несколько снизилась (из-за роста ставок до 3,5–4%), культура массового инвестирования укрепилась. Почти 15 миллионов корейцев (30% взрослого населения) владеют акциями напрямую или через фонды — это одна из высочайших вовлечённостей среди крупных экономик. Такая база означает политическую поддержку мер для рынка (что мы и видим — обе партии в 2024 г. согласились отменить налог, учитывая интересы 15 млн инвесторов). И, конечно, массовое участие повышает отношение капитализации к ВВП: при прочих равных, чем больше население инвестирует, тем выше суммарная капитализация.

Таким образом, Н5 полностью подтверждается южнокорейским опытом: рост числа и роли инвесторов — критический фактор взлёта Market Cap/GDP. Это полезная информация для России: пенсионные и розничные инвесторы могут стать мощнейшим двигателем фондового рынка, если им создать условия.

Рекомендации для России

Анализ международного опыта позволяет выделить приоритетные меры, которые России следует реализовать для ускоренного наращивания капитализации фондового рынка до целевого 60% ВВП (то есть примерно двукратного увеличения с нынешних 25–30%). Учитывая текущие специфические условия РФ (санкции, ограничение доступа к внешним рынкам, доминирование госпредприятий), меры следует ранжировать по срочности и ожидаемому эффекту.

1. **Восстановление доверия и прозрачности — институциональные реформы (Н2).** Наивысший приоритет имеет укрепление прав инвесторов и информационная прозрачность. Необходимо отменить или смягчить действующие с 2022 г. послабления по раскрытию информации (при первой возможности снизить режим секретности для публичных компаний), вернуть обязательное раскрытие бенефициаров, финансовой отчётности и состава совета директоров. Инвесторы должны получать полную информацию для оценки — без этого не будет ни доверия, ни справедливой оценки компаний. Параллельно следует ускорить принятие законопроекта о повышении ответственности инсайдеров и манипуляторов (усиление наказаний, расширение полномочий ЦБ по надзору) — это улучшит институциональную среду. Также рекомендуется обновить Кодекс корпоративного управления (последняя

редакция — 2014 г.) с учётом лучших мировых практик 2020 г., и придать ему более обязательный характер (например, через листинговые требования). Особое внимание следует уделить защите миноритариев в госкомпаниях: ввести норму обязательного совета независимых директоров более 1/3 для всех компаний с долей государства, гарантировать минимальные дивиденды. Мировой опыт (Корея, Бразилия) показывает, что улучшение корпоративного управления и институтов даёт сильный импульс к росту капитализации.

2. **Развитие внутреннего инвестора — стимулы для пенсионных и розничных вложений (Н5).** Без активного притока сбережений населения на фондовый рынок цель 60% ВВП недостижима. Поэтому стратегически важно создать условия для роста базы институциональных инвесторов: наконец провести полноценную пенсионную реформу с запуском накопительных пенсионных счетов для населения и дозволением управляющим компаниям вкладывать значительную часть средств в акции. Даже при ограниченном стартовом объёме пенсионные фонды могли бы стать стабильным покупателем акций (как NPS в Корее). Также необходимо расширить существующий механизм индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС): увеличить лимиты взносов с налоговыми вычетами, ввести долгосрочные ИИС с льготами при удержании активов свыше 3–5 лет, стимулировать приток средств из депозитов в акции. Учитывая высокие процентные ставки в экономике РФ, можно внедрить программу софинансирования: например, государство/работодатель доплачивает небольшой процент к суммам, инвестируемым гражданином в фондовый рынок (аналог 401 (k) в США). Важно и образование: запуск всероссийской

программы повышения финансовой грамотности именно в сфере инвестиций превратит миллионы вкладчиков в инвесторов. Одновременно стоит облегчить приход иностранных инвесторов из «дружественных» юрисдикций и обеспечить их защиту.

3. **Налого-регуляторные меры для поощрения акционерного финансирования (Н3).** Следует пересмотреть налоговую политику в пользу стимулирования рынка акций. По возможности снизить налог на дивиденды для физических лиц (с 13% до 0% при долгосрочном владении более 3 лет, по аналогии с льготой на недвижимость). Рассмотреть введение налогового вычета на долгосрочное владение акциями: освобождение от НДФЛ прироста капитала при владении более N лет. Это будет сильным стимулом вкладывать в акции на длительный срок, уменьшая спекулятивность. Также регуляторам стоит сократить издережки листинга и требований для добросовестных эмитентов: снизить пошлины, упростить процедуры выпуска акций и последующих эмиссий. Можно внедрить «tax holiday» для новых публичных компаний — например, освобождение от налога на прибыль на 1–2 года после IPO, при условии направления сэкономленных средств на инвестиции. Такие меры привлекут на биржу новые компании. Наконец, государству как эмитенту стоит подавать пример: проводить приватизации и SPO госдоли с приоритетом в пользу широкой публики (народные IPO по типу Сбербанка в 2007 г.). Необходимо привязать приватизационные планы к задаче роста капитализации: каждый успешный вывод компании на биржу повышает доверие к рынку и даёт новый инструмент для инвесторов. В сумме мягкая налоговая политика и про-рыночевые регуляции снизят барьеры и расходы, повышая

относительную привлекательность акционерного капитала.

4. **Совершенствование рыночной инфраструктуры и ликвидности (Н4).** Технические аспекты тоже важны: высокая ликвидность поддерживает оценки и заинтересованность инвесторов. Должно продолжаться развитие инструментальной базы на Московской Бирже: расширение линейки производных на акции, внедрение современных технологии для снижения спредов и ускорения торгов. Нужно стимулировать маркет-мейкерство, субсидируя наиболее активных из них в операциях на малоликвидных акциях, чтобы увеличить их обращаемость. Также стоит обсудить возможность запуска альтернативной площадки для конкуренции по тарифам и инновациям — мировой опыт показывает, что конкуренция снижает издережки и привлекает новых участников. Параллельно важно обеспечить стабильность торговли: избегать введения жёстких ограничений, как было во время кризисов (закрытие рынков, длительные моратории) — такие шаги подрывают доверие. Режим торгов должен быть максимально непрерывным и предсказуемым, тогда премия за риск снижается и капитализация растёт (инвесторы не требуют огромного дисконта на непредсказуемость рынка).

5. **Макроэкономическая стабильность и интеграция в мировые рынки.** Хотя это выходит за узкие рамки фондового рынка, общая экономическая среда оказывает сильнейшее влияние. Для достижения 60% ВВП капитализации необходимо, чтобы сам ВВП рос (тогда номинальная база рынка растёт), и была умеренная инфляция с низкой ключевой ставкой. Высокие ставки (как 2022–2023 гг. в РФ) мотивируют держать деньги в депозитах, а не акциях. Поэтому Банк России

в среднесрочном плане должен стремиться к снижению ставки до однозначных значений, при условии контроля инфляции — это переключит часть сбережений в акции, подобно тому, как это произошло в Бразилии и Корее при смягчении денежной политики. Второй момент — постепенная реинтеграция с глобальным финансовым рынком. Пока западные санкции остаются, приток капитала ограничен, но можно работать с альтернативами: развивать связи с финансовыми центрами Востока. Например, продвигать идею листинга российских компаний на зарубежных дружественных биржах (Шанхай, Гонконг, Абу-Даби) и параллельного обращения тех же акций в Москве — это расширит и круг инвесторов, и оценочную базу. Также стоит усилить работу с глобальными индекс-провайдерами: даже сейчас российский рынок мог бы быть включён в более широкий набор индексов развивающихся стран, что облегчило бы возврат капитала из нейтральных стран. Интегрированный рынок всегда имеет более высокую капитализацию из-за доступа к глобальной ликвидности.

Выводы

Ориентир 60% не выглядит недостижимым: к 2013 г. Россия уже подходила к 50% ВВП, а в начале 2022 г. показатель был 46%. Значит, при восстановлении стабильности и доверия возможно наверстать потерянное. Главное — извлечь уроки из опыта других стран, ключевой из которых звучит так: без сильных институтов и широкой инвесторской базы фондовый рынок не вырастет. Поэтому России следует сфокусироваться на качественных преобразованиях экосистемы рынка, и тогда количественный результат (рост капитализации), как только базовые условия будут улучшены, не заставит себя ждать. □