

УДК 33     DOI: 10.14451/2.195.56

# Формирование инвестиционного портфеля российскими розничными неквалифицированными инвесторами на российском рынке ценных бумаг в условиях изменений

© 2024 **Коновалова Мария Евгеньевна**

Доктор экономических наук, профессор, директор института национальной и мировой экономики. Самарский государственный экономический университет.

E-mail: mkonoval@mail.ru

© 2024 **Жиронкин Сергей Александрович**

Доктор экономических наук, профессор, профессор кафедры открытых горных работ. Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева.

E-mail: zhironkin@mail.ru

© 2024 **Маратканова Эльвира Мирзояновна**

Кандидат экономических наук, доцент, заведующий кафедрой управления. Казанский инновационный университет имени В. Г. Тимирязова (ИЭУП).

E-mail: mem1670@mail.ru

© 2024 **Сафиуллин Булат Ленарович**

Аспирант. Центр перспективных исследований Академии наук Республики Татарстан.

E-mail: safbulen@gmail.com

## Ключевые слова:

инвестирование, инвестиционный портфель, ценная бумага, финансовый актив, инвестиционная стратегия, оптимизация портфеля, риск, доходность, розничный инвестор.

Статья посвящена исследованию особенностей формирования инвестиционных портфелей розничных инвесторов. Авторами изучены базовые методологические подходы к инвестиционным стратегиям розничных инвесторов. Авторами обоснована эффективная стратегия на рынке ценных бумаг для российского розничного инвестора. Также определены принципы формирования инвестиционного портфеля российским розничным инвестором в условиях изменений. Дана оценка эффективности системы управления портфелем ценных бумаг. Определены основные факторы, оказывающие влияние на деятельность розничного инвестора на российском рынке ценных бумаг. Сформулированы рекомендации по формированию и управлению оптимальным портфелем ценных бумаг для инвестора в РФ.

Актуальность темы исследования обусловлена тем, что на российском фондовом рынке для инвесторов, в том числе и для частных розничных неквалифицированных инвесторов с начала 2022 года и по сегодняшний день риски стремительно возрастают. Частные инвесторы в России в период 2022–2023 годах испытали на себе одновременную реализацию целого ряда рисков, большая часть которых не зависела от принимаемых ими решений на рынке. В этих условиях важным становится поиск новых подходов к формированию инвестиционных портфелей розничными неквалифицированными инвесторами. Принимаемые решения по подбору активов, по осуществлению инвестиций в новых реалиях на российском рынке должны учитывать особенности, характерные для происходящих изменений.

Актуальность исследований связана еще и с тем, что участники рынка ценных бумаг в России до сих пор полностью не осознают главный запрос частного розничного неквалифицированного инвестора, а именно сохранение своего капитала, вне зависимости от санкций, форс-мажорных обстоятельств внутри России или же реализации инфраструктурных рисков. Только к концу 2023 года важность формирования эффективного инвестиционного портфеля частными розничными инвесторами стала восприниматься в более полном объеме на уровне регулятора в лице Центрального Банка РФ, следовательно, ее понимание стало доходить и до профессиональных участников рынка ценных бумаг [1]. Одним из признаков понимания данной проблематики стали релизы ЦБ о предупреждении рисков, связанных с приобретением и хранением валюты розничными инвесторами. Степень разработанности темы исследования связана с научными трудами таких авторов, как Б. Грэм и Д. Додд – родоначальники портфельной теории, Г. Марковиц и его портфельная теория, которая в дальнейшем была расширена в трудах Я. Моссина, У. Шарпа и Д. Линтера. Первые

зачатки научных трудов по экономической теории в данном направлении были предприняты в начале 20 века экономистом Лиу де Башелье, а современная формулировка в виде гипотезы была выдвинута Ю. Фамой. Принятие инвестиционных решений изучали Дэниэл Канеман и Амос Тверски – было доказано, что в основе предпочтения инвестора лежит вероятность наиболее гарантированного результата сценарию вероятности. Данная тематика также изучалась Полом Самуэльсоном, Ф. Блэком, Дж. Соросом. Далее следует выделить научные труды в данной сфере российских авторов: В. М. Гранатунова, Г. Александрера, М. Альберта, А. А. Артамонова, А. М. Астахова, И. Т. Балабанова, К. В. Балдина, Я. М. Миркина [2].

Цель исследования состоит в разработке научно-методологического подхода к формированию инвестиционного портфеля розничными неквалифицированными инвесторами на российском рынке ценных бумаг.

Интенсивность и характер изменений в принятии инвестиционных решений частными инвесторами формировались под влиянием таких переменных как:

- обширный массив информации о финансовом рынке;
- субъективные представления розничных инвесторов о том, как функционирует алгоритм выбора объекта инвестиций.

Если говорить о том, как частный инвестор может принимать решения на фондовом рынке, то стоит обратить внимание на дуалистическую взаимосвязь, которая как раз характеризует данный процесс. Эта взаимосвязь образовывается между информацией и отдельными алгоритмами выбора частного инвестора. Розничный инвестор, когда видит альтернативы, анализирует всю доступную ему информацию, которая циркулирует на рынке. Если смотреть по-иному на процесс принятия инвестиционных решений, то сто-

ит отметить, что тут реализуется уже существующий алгоритм [4]. Этот алгоритм упорядочивает всю полученную информацию так, что, в теории, конечное решение должно быть оптимальным для частного инвестора. Сама информация, которая имеется на рынке, алгоритмы работы с ней меняются со временем. Здесь особенный момент в том, что изменения не носили никогда синхронного характера, поэтому такие факторы оказали влияние на принятие инвестиционного решения розничными инвесторами.

Российский рынок ценных бумаг в последнее десятилетие находился в стадии своего бурного развития, были периоды кризисов, однако сейчас российский рынок ценных бумаг находится в состоянии адаптации к новым экономическим условиям, вызванным санкциями, а также реализацией геополитических рисков. В состоянии неопределенности российский рынок находится с 2022 года, испытывая сильное влияние санкционных ограничений [3]. На российском рынке кардинально трансформировалась система осуществления расчетов, изменилось регулирование, стали заметны перемены в инфраструктурных особенностях, а также сильное влияние оказали технологические преобразования.

Говоря об эволюции российского фондового рынка за последнее десятилетие, ставится вопрос обобщения того, как его развитие влияет на возможности российских частных инвесторов [5]. В текущем исследовании делается акцент на то, как происходящие изменения на российском рынке ценных бумаг сказываются на возможностях частных неквалифицированных инвесторов (домохозяев) сберегать свои денежные средства, спасая их от инфляции, и также получать доход. Именно эта консервативная цель отвечает интересам многих граждан России в период серьезных экономических трансформаций и возросшей неопределенности, поэтому целесообразно эволюцию российского рынка ценных бумаг рассмотреть за период 2014–2024 годов. Выбор этого временного интервала для рассмотрения обусловлен тем, что именно с 2014 в отношении России вводились

первые санкции, которые в некоторой степени препятствовали российским инвесторам использовать возможности зарубежного рынка во многом ввиду рисков санкций по признаку гражданства. Риск санкционных ограничений в дальнейшем оказал влияние на всех участников российского рынка ценных бумаг, то есть, по сути, определил вектор развития российского рынка и возможности российских розничных неквалифицированных инвесторов [6]. Так, изменения 2014–2024 годов на российском рынке ценных бумаг можно продемонстрировать с точки зрения рассмотрения следующих факторов.

Во-первых, необходимо проанализировать, как менялось в этот период законодательство, регулирующее российский рынок ценных бумаг, как трансформировалась деятельность саморегулируемых организаций в заданный временной период, деятельность ЦБ по регулированию российского рынка ценных бумаг.

Важным изменением в законодательстве в данный период стало внесение дополнений в 2020 году в закон «О рынке ценных бумаг». Именно тогда была принята поправка закона, которая более детально разделила инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных, хотя данная категоризация действует с 2007 года. Для неквалифицированных инвесторов был введен тест, который проверял знания финансовых инструментов. Данный тест защищал неопытных участников финансового рынка от сложных инструментов [7]. Прохождение теста стало обязательным с 01.10.2021 года, а в 2022 году его требования по отношению неквалифицированным инвесторам ужесточились. С конца 2021 года и до конца 2022 года шло поэтапное ограничение для неквалифицированных инвесторов совершения сделок с иностранными финансовыми инструментами. Таким образом, ЦБ РФ как основной регулятор финансового рынка проводил направления по защите интересов частных неквалифицированных инвесторов. Данная политика привела к тому, что с 01.01.2023 года российские частные инвесторы, не имеющие статус квалифицированных, не могли более

покупать иностранные финансовые инструменты, преимущественно нерезидентов из недружественных стран [8]. Такая мера в конечном итоге защитила от потерь многих неквалифицированных инвесторов после наложения санкционных ограничений на СПБ биржу 02.11.2023 года. В контексте эволюции российского рынка ценных бумаг и ключевых изменений на нем, важно отметить место СПБ биржи. Так, с 2014 года у российских неквалифицированных инвесторов появился доступ к иностранным финансовым инструментам через российскую инфраструктуру, которую выстроила СПБ биржа. С этого момента рынок ценных бумаг в России стал существенно меняться [9]. Продолжительный период роста индекса S&P500 с 2009 года сделал иностранные, преимущественно американские акции, более привлекательными для частных инвесторов. С 2014 года многие брокеры не давали доступа к торгам на СПБ бирже, но в 2018–2019 годах ситуация стала существенно меняться. На 2021 год, когда объем торгов на СПБ бирже превысил объем торгов на Московской бирже, большинство клиентов выходили на СПБ биржу преимущественно через следующих профессиональных участников: ВТБ инвестиции, ФК Открытие, Тинькофф Инвестиции, БКС, Финам. Пик, на который у инвесторов приходилось больше всего возможностей инвестирования на российском рынке, связывается как раз с ростом инструментов, доступных для инвестирования на данных площадках [10]. В 2020 году Московская биржа последовала примеру СПБ биржи и запустила торги иностранными ценными бумагами. По результатам за 2021 год объем торгов иностранными ценными бумагами на Московской бирже составил около 10% от совокупного объема, что в сумме 9,1 млрд рублей. В дальнейшем такой вектор ориентации Московской биржи негативно сказался на клиентах, инвестировавших через нее в иностранные ценные бумаги – после приостановки работы с российскими контрагентами Euroclear и Clearstream [11]. На конец 2023 года Московская и СПБ биржа не предоставляют доступ к иностранным ценным бумагам. Сейчас основные торги ведутся имен-

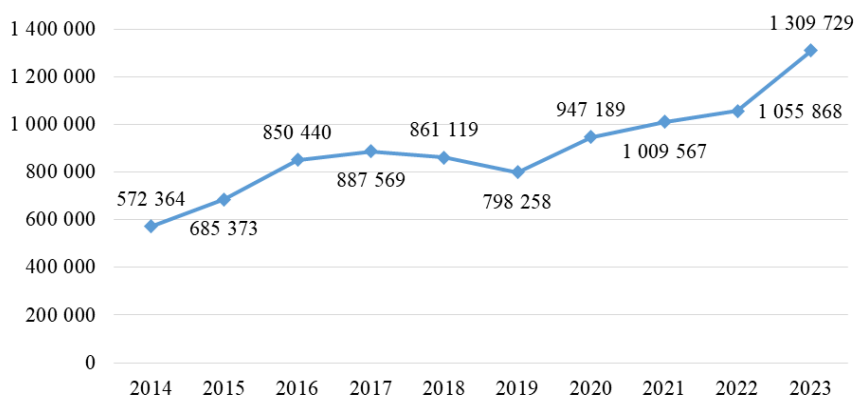
но на Московской бирже. На начало 2024 года на ней торгуется 3503 инструментов. Часть этих инструментов недоступна неквалифицированным инвесторам. Еще до введения санкционных ограничений, в 2021 году Московская биржа для защиты своих клиентов совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг (преимущественно брокерами) в интерфейсе личного кабинета брокера проводила маркировку наиболее сложных финансовых инструментов. Этот механизм активно продолжает реализовываться в 2022–2024 годах [12].

Подытоживая проведенный анализ, стоит сказать о том, что регулирование финансового рынка, профессиональных участников, участников торгов со стороны ЦБ РФ во многом определяет возможности частных неквалифицированных инвесторов. В контексте перспективности рынка стоит проанализировать момент, связанный с ликвидностью. На ликвидность на российском фондовом рынке оказал влияние фактор прихода новых инвесторов (возможность получения налогового вычета посредством ИИС появилась у российских инвесторов с 2015 года) [13]. В определенной степени данный фактор повлиял на рост объема торгов на Московской бирже. Проиллюстрируем это на рисунке 1, где представлен объем торгов на Московской бирже в миллиардах рублей

Причина роста объемов торгов, соответственно, повышение ликвидности, это связано с низкими процентными ставками в период с 2017 по 2021 годы, популяризацией ИИС как инструмента получения налогового вычета.

Далее проанализируем объем активов на ИИС с 2015 года по конец 2023 года (рис. 2).

Новый этап появления частных неквалифицированных инвесторов посредством ИИС пришелся на 2020 год, когда процентная ставка была снижена до минимальных значений 4,25%. С этого момента начался массовый приток неквалифицированных инвесторов на российский фондовый рынок, повысился интерес российских частных инвесторов к возможности получения



**Рис. 1.** Динамика объема торгов на Мосбирже.

Источник: составлено автором на основе данных торгов Московской биржи с 2014 по 2023 год.



**Рис. 2.** Количество активов на ИИС в млрд рублей с 2015 по 4 квартал 2023 года.

дохода на фондовом рынке. Интерес частных неквалифицированных инвесторов также можно проиллюстрировать с помощью числа открытых счетов ИИС: с 2020 года открыто 3,5 млн счетов, на конец 2021 и 2022 годов их число составило 4,8 млн ед. и 5,2 млн ед. соответственно, а по итогам 2023 года количество ИИС выросло до 5,7 млн ед. Это говорит о том, что даже в условиях неблагоприятной экономической конъюнктуры на российском рынке ценных бумаг, росте инфраструктурных рисков и санкций в отношении эмитентов, представленных на рынке, российский частный неквалифицированный инвестор готов использовать возможности фондового рынка, как способ накопления и сохранения капитала.

В-четвертых, имеет смысл отметить, как размещения акций и облигаций на рынке оказывало влияние на российских неквалифицированных

инвесторов. Здесь стоит сказать о количестве IPO, размещений корпоративного долга, появления высокодоходного сегмента долговых инструментов и влияние этих инструментов на розничного неквалифицированного инвестора.

Как можно заметить, все ранее приведенные факторы: появление ИИС, деятельность ЦБ, возможности организаторов торгов существенно оказали влияние на повышение привлекательности российского рынка ценных бумаг для розничного неквалифицированного инвестора. Как результат, таких инвесторов на российском фондовом рынке стало больше, что создало более благоприятные возможности для эмитентов, этим воспользовались эмитенты с высоким рейтингом и на долговом рынке появился новый сегмент – высокодоходных облигаций. Этот сегмент стоит рассмотреть подробнее, так как данные инструменты имеют по-

**Таблица 1.** Риски облигаций с рейтингом и ВДО.

Рейтинг	Дефолты за период 1 года, в %	Дефолты за период 2 лет, в %	Дефолты за период 3 лет, в %
AAA	–	–	–
AA	0,22%	0,54%	0,84%
A	0,68%	1,77%	2,6%
Сегмент ВДО, умеренный риск			
BVB	1,79%	4,86%	8,05%
Сегмент ВДО, высокие риски			
BV	3,67%	9,5%	14%
B	7,51%	13,8%	20,35%
CCC	21/23%	33,35%	34,90%
CC	33,33%	50,01%	59%

Источник: составлено автором на основе данных Национального рейтингового агентства.

вышенные риски. Под ВДО понимаются ценные бумаги, кредитный рейтинг которых ниже BVB, либо кредитный рейтинг отсутствует, наличие сделок на вторичном рынке. Риски облигаций с рейтингом и ВДО наглядно продемонстрированы в таблице 1.

Таким образом, для российского розничного неквалифицированного инвестора наиболее подходящими являются выпуски до рейтинга BVB включительно. Массовый выпуск облигаций без рейтингов стал возможным благодаря спросу частных инвесторов на такие финансовые инструменты. Хотя в общем объеме российского долгового рынка данный сегмент занимает долю от общего объема рынка корпоративных облигаций (21 943,25 млрд) по итогам первого полугодия 2023 года ВДО составляют ~ 0,45%. При этом за счет роста спреда облигаций ВДО данный сегмент остается востребованным у розничных неквалифицированных инвесторов. Причем на это оказывает влияние размещение информации о таких выпусках в мобильных приложениях брокеров, однако такие инструменты несут на длительном горизонте инвестирования

существенные риски. Говоря про инвестиционные рекомендации розничным неквалифицированным инвесторам, стоит сказать о конфликте интересов, так как организаторами по размещению ВДО выступают инвестиционные компании, данный фактор конфликта интересов продемонстрируем в таблице 2.

В основном инвестиционные компании рекомендуют сейчас своим клиентам выпуски с рейтингом BVB и BV, это можно заключить по вышеприведенному рисунку.

Если говорить о привлечении капитала путем IPO, то приток на рынок частного инвестора повлиял на этот процесс следующим образом. У андеррайтеров облегчилась задача проводить IPO, так как теперь на рынке можно найти заинтересованную сторону в виде розничного инвестора, а механизм привлечения розничного инвестора дополняет профессиональный участник рынка ценных бумаг, выпуская релиз о предстоящем размещении у себя на сайте и дублируя информацию о предстоящем размещении в инвестиционной рекомендации [14].

**Таблица 2.** Организаторы размещения ВДО в 2023 году.

Организатор	Кредитный рейтинг		Итого тыс. руб.
	Нет	Итого	

Продолжение на следующей странице

**Таблица 2.** Организаторы размещения ВДО в 2023 году. (Продолжение таблицы)

	ВВВ		ВВ		В		Нет		
Иволга Капитал	1 201 500	22,09%	3 844 253	73,28%	200 000	3,81%			5 245 753
Газпромбанк	4 150 000	100%							4 150 000
БКС	2 650 000	91,07%	260 000	8,93%					2 910 000
ИФК Солид	650 000	37,63%	860 000	49,79%	217 372	12,58%			1 727 372
Дом.рф	1 500 000	100%							1 500 000
Диалот			182 500	13,44%	1 075 000	79,19%	100 000	7,37%	1 407 500
ИВА Партнерс (бывш. Универ)			1 079 888	78,90%	288 787	21,10%			1 343 675
Синара	1 000 000	94,34%	60 000	5,66%					1 060 000
Риком-Траст	166 667	17,84%	567 500	60,75%	200 000	21,41%			909 167
Альфа Банк	581 833	64,76%	166 667	18,55%	150 000	16,69%			898 500
Цифра (бывш. Фридом Финанс)	500 000	66,67%			250 000	33,33%			750 000
АБ Россия	333 333	51,28%	166 667	25,64%	150 000	23,08%			650 000
ЮниСервис Капитал			260 583	44,88%			320 000	55,12%	580 583
Без организатора			190 789	37,80%	122 261	24,22%	191 681	37,98%	504 731
Септем Капитал	199 007,70	46,31%	230 734	53,69%					429 742
GrottBjorn			350 000	100%					350 000
ТКБ	166 667	50%	166 667	50%					333 334
ПСБ	333 333	100%							333 333
НФК-Сбережения					178 773	100%			178 773
Финам	156 001	100%							156 001
ITI Capital			82 199	100%					82 199
МТС Банк			60 000	100%					60 000
Тинькофф Банк			60 000	100%					60 000

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи.

Далее проанализируем возможности розничных неквалифицированных инвесторов при участии в IPO. Из-за возросшего числа таких публичных размещений в последние годы участие в IPO на российском рынке можно считать отдельным направлением вложения денежных средств. Большинство российских IPO проводятся на рынке в тот момент, когда основные индексы уже показали свой рост, на рынке «нет интересных идей с точки зрения массового инвестора»,

в результате чего компания с высокой долей вероятности после IPO будет стоить дороже. Среди размещений 2020–2021 годов некоторые компании показали существенный рост, некоторые продемонстрировали существенное падение котировок (табл. 3).

Таким образом, если неквалифицированный инвестор принимает решение об участии в IPO, необходимо проводить фундаментальный анализ и оценивать перспективы компании в буду-

**Таблица 3.** Текущая доходность российских компаний, вышедших на IPO в 2020–2023 годах.

Положительный результат	Доходность, %	Отрицательный результат	Доходность, %
ГК Самолет	+322	Ренессанс-страхование	-30
Genetico	+129	СПБ биржа	-91
Группа «Позитив»	+151	Циан	-51
HeadHunter	+235	Segezha Group	-50
Астра	+48	Светофор	-66
Совкомфлот	+15	Fix Price	-62

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи.

щем.

Рынок ценных бумаг в России за 2014–2023 годы существенно эволюционировал, выросла его ликвидность, повысилась его прозрачность для розничных инвесторов. В течение последних двух лет на российском рынке реализовалась масса рисков, наиболее существенным из которых можно считать инфраструктурный риск.

В этих условиях растет внимание регулятора к защите интересов неквалифицированного инвестора. Регулятор совместно с профессиональными участниками рынка ценных бумаг помогает инвесторам правильно оценивать приобретение тех или иных финансовых инструментов, что в перспективе должно положительным образом сказаться на снижении рисков розничных инвесторов.

#### Библиографический список

1. Берзон Н. И. Рынок ценных бумаг : учебник для вузов. – 2023.
2. Володин С. Н. Анализ применимости гипотезы эффективного рынка для моделирования динамики цен. – URL: <https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/69737786> (дата обр. 01.06.2024).
3. Галустьян М. Ж., Сычева И. В. Формирование портфеля частного инвестора на фондовом рынке // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, № 5. – С. 1151–1169.
4. Галустьян М. Ж. Формирование портфеля независимым частным инвестором на российском фондовом рынке : дис. ... канд. экономических наук : 08.00.10 / Галустьян Микаел Жирайрович. – Тула, 2022.
5. Гарнов А. П., Афанасьев Е. В., Тишкина Н. П. Риски российского фондового рынка в условиях санкций и пути их преодоления // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2022. – № 5. – С. 5–11. – DOI: [10.21686/2413-2829-2022-5-5-11](https://doi.org/10.21686/2413-2829-2022-5-5-11).
6. Звягинцева Н. А., Марков Д. Е. Исследование конъюнктуры рынка акций Российской Федерации в современных условиях беспрецедентной санкционной нагрузки // Известия БГУ. – 2022. – № 1. – С. 78–88.
7. Коваленко Е. А. Теория поведенческих финансов и её применение к прогнозированию доходности финансовых активов. – URL: <http://ismme.esrae.ru/pdf/2012/5/326.pdf> (дата обр. 01.06.2024).
8. Колесник И. А. Фондовый рынок России: структура экономических факторов в периоды роста и кризиса // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, 6 (798). – С. 1373–1391.
9. Коттл С., Мюррей Р. Ф., Блок Ф. Е. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда. – М. : Олимп Бизнес, 2000. – 605 с.
10. Кузьмина О. Ю., Шарафуллина Р. Р. Поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях // Креативная экономика. – 2023. – Т. 17, № 11. – С. 4197–4212.
11. Нельсон Р., Уинтер С. Эволюционная теория экономических изменений. – М., 2000. – 354 с.
12. Семенкова Е. В., Власова Е. Н. Причины, факторы и последствия деглобализации для российского фондового рынка // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2022. – 1 (51). – С. 26–31.
13. Чаленко Д. Д., Мбалла Номо Ж. Ф. Воздействие макроэкономических факторов на структуру и динамику фондового рынка России: институциональные аспекты // Финансовые рынки и банки. – 2022. – № 3. – С. 82–85.
14. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Д. В. Инвестиции : пер. с англ. – М. : Инфра-М, 2019. – 1027 с.