

УДК 33 DOI: 10.14451/2.196.134

Эволюция российского рынка ценных бумаг в период 2014–2024 гг.

© 2024 **Коновалова Мария Евгеньевна**

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

E-mail: mkonoval@mail.ru

© 2024 **Жиронкин Сергей Александрович**

Доктор экономических наук, профессор, заместитель директора по научной деятельности института экономики и управления. Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева, Кемерово.

E-mail: zhironkin@tpu.ru

Ключевые слова: ценные бумаги, фондовый рынок, инвестиции, рынок капитала, санкции, институциональная среда, технологические преобразования.

Статья посвящена исследованию актуальных вопросов развития российского фондового рынка, которое происходило под воздействием внешних шоков, связанных с геополитической и экономической напряженностью. Авторами выявлены факторы, негативно повлиявшие на капитализацию отечественного рынка ценных бумаг, среди которых наибольшее влияние оказали введенные в отношении России санкции. Также в статье рассмотрены институциональные изменения, регламентирующие процесс функционирования фондового рынка в данный период. Сделаны выводы и предложены рекомендации по совершенствованию институциональной среды отечественного рынка капитала, направленные на повышение его привлекательности.

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. 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. В текущем исследовании делается акцент на то, как происходящие изменения на российском рынке ценных бумаг сказываются на возможностях частных неквалифицированных инвесто-

ров (домохозяйств) сберегать свои денежные средства, спасая их от инфляции, и также получать доход [6]. Именно эта консервативная цель отвечает интересам многих граждан России в период серьезных экономических трансформаций и возросшей неопределенности. Следовательно, целесообразно эволюцию российского рынка ценных бумаг рассмотреть за период 2014–2024 годов. Выбор этого временного интервала для рассмотрения обусловлен тем, что именно с 2014 г. 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. Так, изменения 2014–2024 годов на российском рынке ценных бумаг можно продемонстрировать с точки зрения рассмотрения следующих факторов [7].

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 [1]. Данный тест защищал неопытных участников финансового рынка от сложных инструментов. 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 шел поэтапный процесс ограничения для неквалифицированных инвесторов в совершении сделок с иностранными финансовыми инструментами. Таким образом, ЦБ РФ как основной регулятор финансового рынка реализовывал направления по защите интересов частных неквалифицированных инвесторов. Данная политика привела к тому, что с 01.01.2023 российские частные инвесторы, не имеющие статус квалифицированных, не могли более покупать иностранные финансовые инструменты, преимущественно нерезидентов из недружественных стран. Такая мера в конечном итоге защитила от потерь многих неквалифицированных инвесторов после наложения санкционных ограничений на СПб биржу 02.11.2023.

Далее отметим, как Центральный Банк и институт саморегулируемых организаций оказывали влияние на индивидуального неквалифицированного инвестора. С 11 января 2016 года вступил в силу Федеральный закон от 13.07.2015 № 223-ФЗ «О саморегулируемых организациях в сфере финансового рынка и о внесении изменений в статьи 2 и 6 Федерального закона «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации». Принятие данного закона стало целесообразно, так как Центральный Банк России в тот момент поставил цель: осуществлять контроль над работой профучастников, тем самым защищать законные интересы и права инвесторов. Относительно тематики данного исследования эти законодательные изменения защитили инвесторов от навязывания продуктов на финансовом рынке брокерами и управляющими компаниями, повлияли на недопущение появления на рынке конфликта интересов. Подобные меры существенным образом повысили доверие частных инвесторов к российскому рынку ценных бумаг, профессиональным участникам. Помимо ЦБ существенный вклад внесли и саморегулируемые организации на рынке ценных бумаг. Они стали осуществлять обучение граждан в сфере профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, а также, в случае если СРО РЦБ является

аккредитованной ЦБ РФ, принимать квалификационные экзамены и выдавать квалификационные аттестаты. Повышение финансовой грамотности в итоге снизило риски принятия неверных и необдуманных решений на рынке ценных бумаг неквалифицированными инвесторами. На конец 2023 года в Едином реестре саморегулирующихся организаций в сфере финансового рынка находится 13 участников, действующих на рынке ценных бумаг [5].

Во-вторых, важно в данном исследовании рассмотреть российские биржи: Московскую и СПБ биржу. Этот анализ важен с той точки зрения, что возможности розничного неквалифицированного инвестора в России зависят от того, к какому объему инструментов дают доступ организаторы торгов, которыми являются российские биржи. Ведь от доступности инструментов зависит то, как частный инвестор будет выстраивать свою стратегию на рынке. Чем больше инструментов, тем больше возможностей.

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. Продолжительный период роста индекса S&P500 с 2009 года сделал иностранные, преимущественно американские, акции более привлекательными с точки зрения 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 [3]. 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. На конец 2023 года Московская и СПБ биржи не предоставляют доступ к иностранным ценным бумагам. Сейчас основные торги ведутся именно 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 [2]. Его предназначение состоит в том, чтобы помогать частным неквалифицированным инвесторам – информировать их о риске конкретного финансового инструмента, который без сторонней помощи в силу асимметрии информации на российском финансовом рынке они не могут оценить в полном объеме. Поскольку цель текущей работы состоит в анализе того, как неквалифицированным инвесторам сформировать свой инвестиционный портфель, то в связи с этим важно обращать внимание на нововведения финансового рынка в данном направлении.

Говоря о возможностях СПБ биржи, стоит подчеркнуть, что с 2023 года большинство инструментов данной площадки в основном стали доступны для клиентов – квалифицированных инвесторов. Это произошло после запрета Центрального Банка инвестировать неквалифици-

рованными инвесторам в иностранные ценные бумаги, с 1 января 2023 года они не могут, за рядом исключений, приобретать ценные бумаги «дружественных» государств, если выплаты по ним производятся через финансовые организации, которые зарегистрированы в «недружественном» государстве, или права на эти бумаги учитывают финансовые организации, зарегистрированные в «недружественном» государстве. Таким образом, на момент попадания СПБ биржи под санкции США 02.11.2023 из 2169 эмитентов на СПБ бирже, малая их часть компании из России, были доступны для приобретения на СПБ бирже [4].

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-третьих, важно обозначить аспекты, относящиеся к функционированию самого рынка, связи его ликвидности с получением налоговых вычетов с помощью ИИС, ключевой ставки Банка России. Рассмотрим, как повлияли данные факторы на российский рынок ценных бумаг.

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). 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, 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 2020 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 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 размещение 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 – высокодоходные облигации. Этот сегмент стоит рассмотреть по-

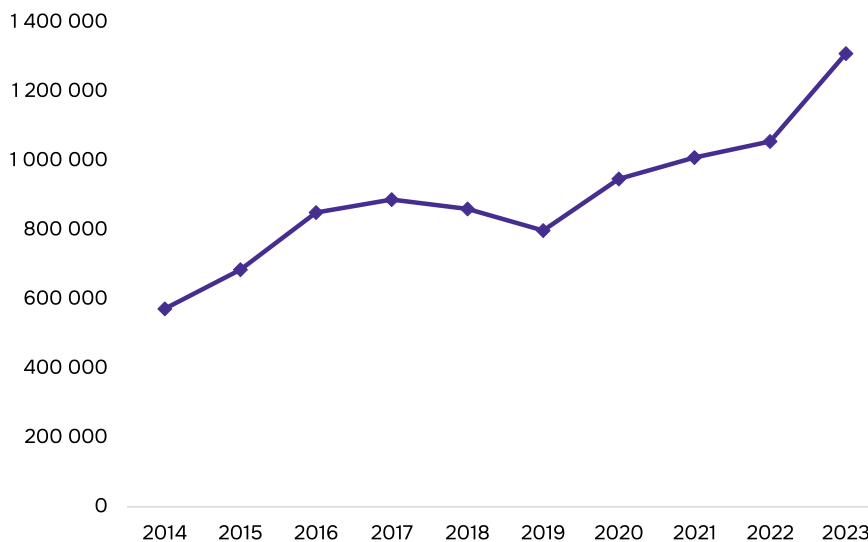


Рис. 1. Динамика объема торгов на Мосбирже. Источник: составлено автором на основе данных торгов Московской биржи с 2014 по 2023 год.



Рис. 2. Количество активов на ИИС в млрд рублей с 2020 по 3 квартал 2023 года.

дробнее, так как данные инструменты имеют повышенные риски. Под ВДО понимаются ценные бумаги, кредитный рейтинг которых ниже ВВВ либо отсутствие кредитного рейтинга, 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 ВВВ 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. На это оказывает влияние размещение информации о таких выпусках в мобильных приложениях брокеров, однако такие инструменты несут на длительном горизонте инвестирования существенные риски.

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

Если говорить о привлечении капитала путем IPO, то приток на рынок частного инвестора

Таблица 1. Риски дефолта при инвестировании в облигации корпоративного сегмента частными неквалифицированными инвесторами.

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			
BВВ	1,79%	4,86%	8,05%
Сегмент ВДО высокие риски			
BВ	3,67%	9,5%	14%
B	7,51%	13,8%	20,35%
ССС	21/23%	33,35%	34,90%
СС	33,33%	50,01%	59%

Источник: составлено автором на основе данных Национального рейтингового агентства.

Таблица 2. Текущая доходность российских компаний, вышедших на IPO в 2020–2021 годах.

Положительный результат	Доходность, в %	Отрицательный результат	Доходность в %
Самолет	322%	Петропавловск	-100%
Genetico	212%	СПБ биржа	-90%
Группа Позитив	185%	VK	-70%
HeadHunter	95%	ГСМ	-52%
Мать и дитя	78%	Светофор	-50%
ММЦБ	59%	Fix Price	-50%

Источник: составлено автором на основе данных Московской биржи.

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.

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. 2).

Таким образом, если неквалифицированный инвестор принимает решение об участии в IPO, то в данном случае необходимо проводить фундаментальный анализ и оценивать перспективы компании в будущем.

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 профессиональ-

ными 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.. – 5-е изд. – М. : Юрайт, 2023.. – 514 с. – ISBN 978-5-534-11196-5.
2. Галустян М. Ж., Сычева И. В. Формирование портфеля частного инвестора на фондовом рынке // Финансы и кредит.. – 2020.. – Т. 26, № 5.. – С. 1151–1169.
3. 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.
4. 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.
5. 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.
6. 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.
7. 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.