

ПОВЕДЕНИЕ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА ФОНДОВЫХ РЫНКАХ РОССИИ И США

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

В течение последних двух лет на фондовые рынки России и США пришли миллионы новых частных инвесторов, однако их численность в Российской Федерации существенно завышается. На обоих рынках частные инвесторы сталкиваются с рисками их вовлечения в спекулятивные сделки. На российском рынке наблюдаются неблагоприятные экономические и правовые условия для долгосрочных сбережений в рискованных активах, что обуславливает преобладание в финансовых активах домашних хозяйств депозитов и наличных денежных средств.

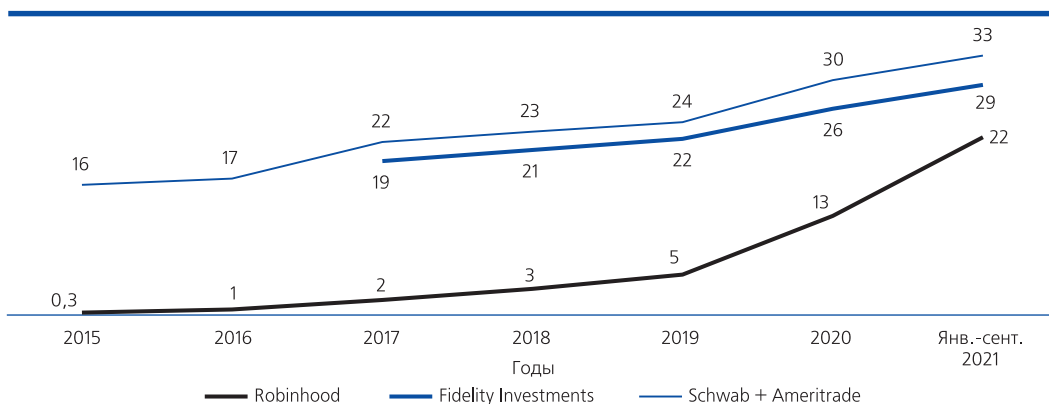
Ключевые слова: фондовый рынок, фондовые рынки России и США, частные инвесторы.
JEL: G11, G14, G15, G17, G41.

Численность и отдельные характеристики частных инвесторов

В период пандемии фондовые рынки столкнулись с феноменом массового прихода на них частных инвесторов. В основе данного явления лежат такие факторы, как снижение привлекательности вложений в банковские депозиты, технологический прогресс в сфере фи-

нансовых услуг, рост нормы сбережений домашних хозяйств, высвобождение у граждан свободного времени для инвестирования, а также агрессивный маркетинг финансовых организаций и социальных сетей. Так, в США количество фондируемых счетов клиентов у трех крупнейших брокеров (Charles Schwab, Fidelity Investments и Robinhood) выросло с 51

Рис. 1. Количество фондируемых счетов частных лиц у крупнейших онлайн-брокеров США с 2015 г. по сентябрь 2021 г., млн



Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.

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

млн в 2019 г. до 84 млн в сентябре 2021 г., т.е. в 1,6 раза. (См. рис. 1.)

На российском фондовом рынке приток частных инвесторов идет даже более энергично, чем в США. С 2019 г. по октябрь 2021 г. общее число счетов клиентов брокеров на Московской бирже выросло с 3,9 до 15,3 млн, или в 3,9 раза, а число счетов активных клиентов брокеров на Санкт-Петербургской бирже – с 87 до 825 тыс., или в 9,5 раза. За тот же период существенно увеличилась численность пайщиков открытых и биржевых ПИФов – с 0,5 до 3 млн, или в 6 раз. (См. рис. 2.)

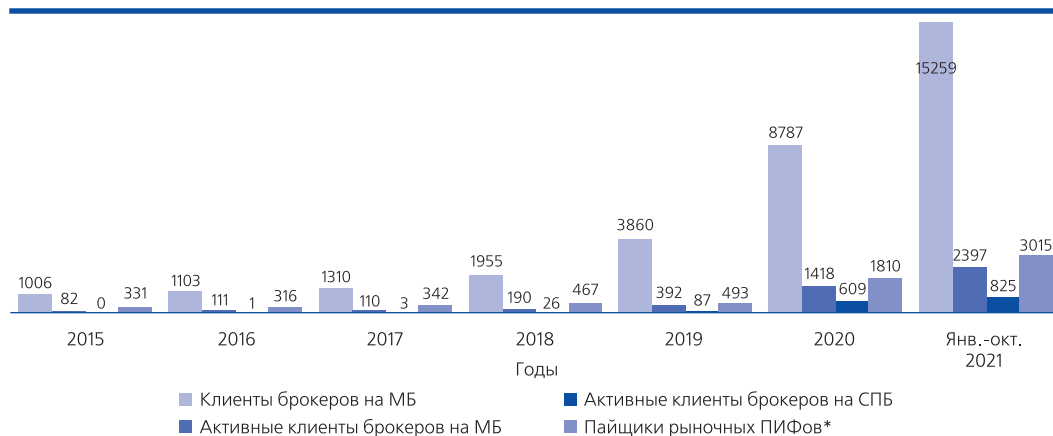
Основной прирост зарегистрированных счетов клиентов брокеров на Московской бирже с 2020 г. по октябрь 2021 г. обеспечили всего три крупнейших розничных банка – «Тинькофф», Сбер и ВТБ: за указанный период из общего прироста на бирже данных счетов на них пришлось 82,5%. Простая технология заключения сделок с помощью мобильного приложе-

ния в этих структурах во многом похожа на ту, что использует компания Robinhood в США. Однако российская биржевая статистика учитывает общее количество клиентских счетов у брокеров независимо от того, имеются на счетах активы или нет, в то время как в США брокеры обязаны публиковать статистику только о фондируемых счетах клиентов.

Согласно данным Банка России по итогам второго квартала 2021 г. доля физических лиц со счетами без активов у брокеров составляла 62%¹. Это значит, что из общего количества счетов в 13,5 млн на указанную дату только 5,1 млн счетов были фондируемыми. По нашему мнению, это существенно искажает реальную информацию о степени участия населения в сделках на внутреннем фондовом рынке, активнее открывающего новые счета у посредников.

Социологические опросы, проведенные в середине 2021 г. компанией Gallup² и информационно-аналитическим ресурсом Morningstar³

Рис. 2. Количество зарегистрированных и активных счетов клиентов брокеров на Московской бирже (МБ), количество активных счетов клиентов брокеров на Санкт-Петербургской бирже (СПБ) и численность пайщиков в открытых и биржевых паевых инвестиционных фондах (ПИФах) с 2015 г. по октябрь 2021 г., тыс.



* – В 2021 г. данные по состоянию на июнь.

Источник: расчеты авторов по данным Московской и Санкт-Петербургской бирж и информационно-аналитического ресурса «Эксперт-РА».

¹ Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. II квартал 2021 г. Информационно-аналитический материал / Банк России. URL: https://www.cbr.ru/securities_market/analytics/

² URL: <https://news.gallup.com/poll/266807/percentage-americans-owns-stock.aspx?version=print>

³ URL: <https://www.morningstar.com/articles/1061489/why-some-people-invest-and-others-dont>

в США, а также компанией Marcs в России по заказу Банка России⁴, показали, что на обоих рынках на решения инвестировать в ценные бумаги влияют такие факторы, как возраст инвесторов, наличие у них высшего образования и уровень дохода. При этом и в США, и в России одним из ключевых факторов, учитываемых частными лицами при принятии решений о вложении в рискованные активы, является самоидентификация ими себя в качестве инвесторов. Согласно опросу, проведенному для Банка России в сентябре 2021 г., 64% респондентов считали себя инвесторами, при этом типичным продуктом для 44% из них были акции. Это свидетельствует о том, что, выходя на фондовый рынок, большинство частных лиц стремятся к долгосрочным сбережениям, в то время как посредники подталкивают их преимущественно к спекулятивной активности, поскольку вознаграждение посредников зависит не от доходности индивидуальных портфелей клиентов, а от количества и стоимости совершенных сделок.

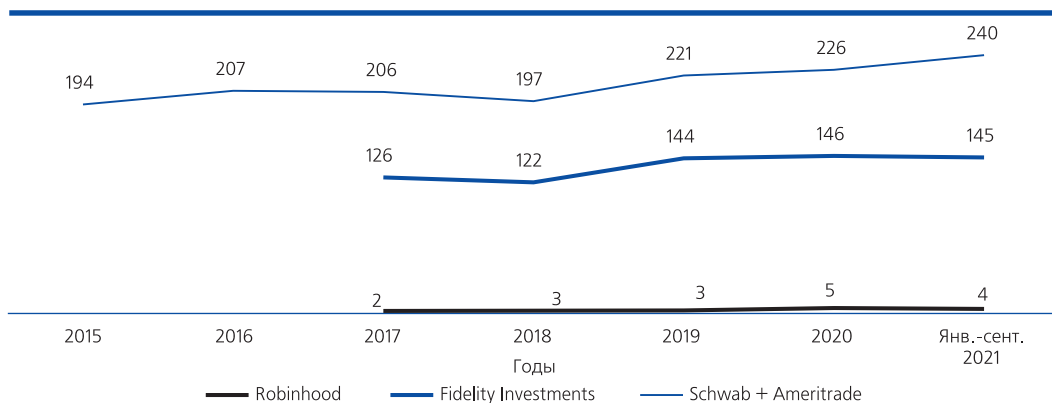
Влияние моделей брокерского бизнеса на риски частных инвесторов

Опыт работы фондовых рынков в условиях пандемии показал, что бизнес-модели броке-

ров могут провоцировать нерациональное поведение частных инвесторов. Как показано на рис. 3, успех компании Robinhood в привлечении на рынок новых частных инвесторов в 2020–2021 гг. не сопровождался сокращением ее отставания от Fidelity Investments и Schwab по стоимости активов клиентов на счете (за прошедшие годы средний размер счета клиента в Robinhood составлял от 3 до 5 тыс. долл.). Это означает, что модель этого брокера не ориентирована на инвестиции в целях сбережения, а предполагает вовлечение миллионов новичков в спекуляции с акциями, опционами и криптовалютой, что подтверждается раскрываемыми компанией данными. Публичная стратегия развития Robinhood не предусматривает предоставления клиентам возможностей открывать сберегательные счета в рамках пенсионных, образовательных и медицинских накопительных планов, получения услуг инвестиционных консультантов, приобретения акций взаимных фондов.

О высоких рисках финансовой нестабильности модели Robinhood и ее ориентации на побуждение клиентов к избыточной спекулятивной активности свидетельствует структура доходов брокера по состоянию на сентябрь

Рис. 3. Средняя стоимость активов на индивидуальных счетах клиентов у крупнейших онлайн-брокеров США с 2015 г. по сентябрь 2021 г., тыс. долл.



Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.

⁴ Инвестиционное поведение и инвестиционные ожидания российских начинающих инвесторов в крупных городах. Москва, сентябрь 2021 г. / Marcs. URL: https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/41186/info_2021-10-06.pdf

2021 г. (См. рис. 4.) Из рисунка видно, что 78% доходов компании поступало за счет перепродажи торговых заявок клиентов маркет-мейкерам по сделкам с акциями, опционами и криптовалютой, 7,5% – от кредитования различных лиц за счет ценных бумаг клиентов и 6,4% – от кредитования маргинальных сделок клиентов. Примечательно, что 61,8% доходов Robinhood поступало от очень высокорискованных сделок клиентов с опционами и криптовалютой.

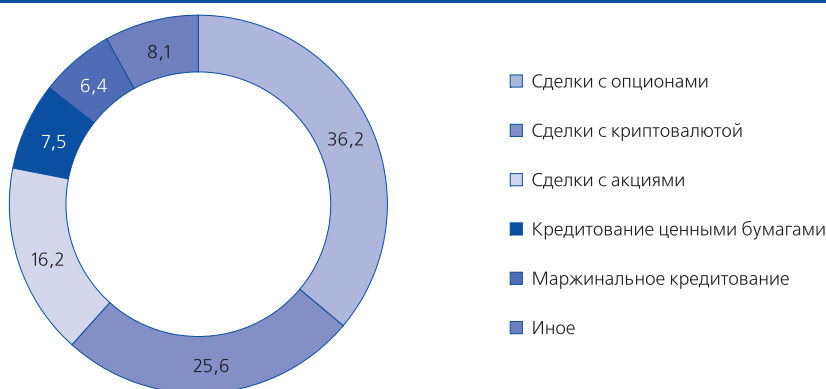
Проблемы американского брокера Robinhood имеют важное значение с точки зрения перспектив развития российского фондового рынка. Как показало обсуждение стратегии развития финансового рынка в Российской Федерации до 2030 г., на внутреннем рынке отсутствует ясное понимание финансовыми организациями перспектив применения различных сберегательных счетов и сервисов, что объясняет популярность модели Robinhood на внутреннем финансовом рынке. Кроме того, в настоящее время наблюдается повышенное внимание брокеров к оказанию таких рискованных услуг, как сделки с опционами и криптовалютой, что также может усилить риски частных инвесторов.

Структура, доходность и риски портфеля частных инвесторов в России

С 2017 г. в России происходят значительные изменения в структуре финансовых активов домашних хозяйств. (См. таблицу.) Доля депозитов в банках сократилась с 57,1% от стоимости финансовых активов в 2017 г. до 49,6% на 1 июля 2021 г.; также уменьшилась доля сбережений в виде пенсионных и страховых резервов – с 9,5 до 8,8%. Напротив, доля прямых вложений в акции увеличилась с 4,4% в 2017 г. до 7,1% на 1 июля 2021 г., в облигации – соответственно с 2,4 до 4,6% и в паи инвестиционных фондов – с 2,3 до 3,8%. Заметно выросла доля запасов в виде наличной национальной и иностранной валюты – с 24,4 до 26%.

Рост доли прямых вложений домашних хозяйств в акции и облигации при снижении доли депозитов отражает тенденцию ориентации населения на более рискованные вложения в целях получения более высокой доходности, чем проценты по банковским депозитам⁵. Сокращение в структуре финансовых активов доли пенсионных и страховых сбережений при сохраняющейся и даже рас-

Рис. 4. Структура доходов компании Robinhood по состоянию на 30 сентября 2021 г., в %



Источник: расчеты авторов по данным отчетности финансовых компаний.

⁵ По данным Банка России, процент по рублевым депозитам населения на срок от 181 дня до 1 года снизился с 5,9% годовых в декабре 2017 г. до 3,2% в марте 2021 г. После этого он стал ежемесячно повышаться и достиг в августе текущего года 4,2% годовых.

Структура рыночных финансовых активов домашних хозяйств в России с 2017 г. по июнь 2021 г., в %

	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	На 01.07.2021 г.
Наличные средства	24,4	25,1	23,1	26,1	26,0
Депозиты	57,1	55,5	55,2	50,9	49,6
Акции	4,4	4,3	5,4	6,5	7,1
Облигации	2,4	3,1	3,8	4,4	4,6
Паи инвестиционных фондов	2,3	2,7	2,9	3,4	3,8
Пенсионные и страховые резервы	9,5	9,3	9,5	8,7	8,8
Финансовые активы – всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

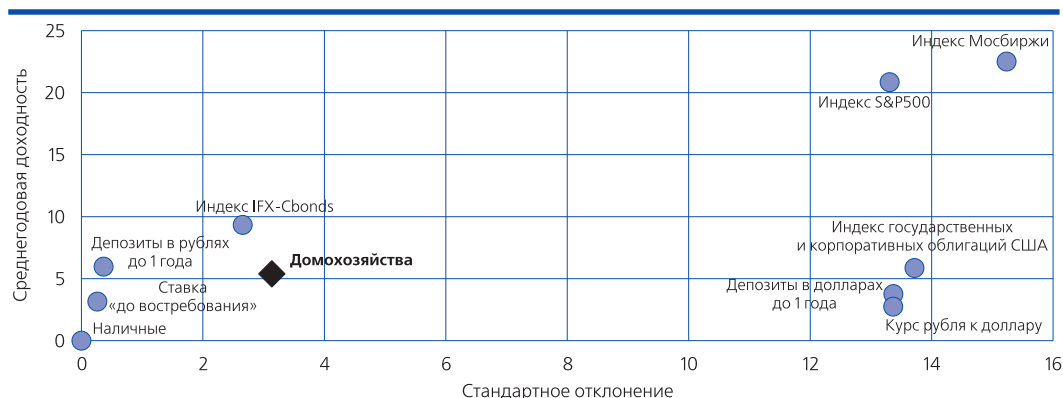
Источник: расчеты авторов по данным Банка России о сбережениях сектора домашних хозяйств.
 URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/

тущей доле запасов в виде наличной валюты свидетельствует о неблагоприятной тенденции падения интереса домашних хозяйств к долгосрочным сбережениям в НПФ и в компаниях по страхованию жизни при наличии средств для подобных накоплений.

На основе данных о структуре финансовых активов домашних хозяйств и характеристик бенчмарков соответствующих активов нами были оценены риск и доходность рыночного портфеля домохозяйств (без учета пенсионных и страховых резервов и прочих нерыночных активов) на пятилетнем горизонте – с 2016 г. по июнь 2021 г. (См. рис. 5.) Расчеты показали, что усредненный портфель домо-

хозяйств далек от оптимальных портфелей по критерию максимизации соотношения доходности и рисков. Среднегодовая доходность портфеля домохозяйств составила 5,4%, а среднегодовая инфляция за тот же период – 4,2%, т.е. доходность портфеля оказалась ниже средней процентной ставки по депозитам (5,97% годовых). По рискам он сопоставим с портфелем корпоративных облигаций самых крупных эмитентов, формирующим индекс IFX-Cbonds (3,1 и 2,66% соответственно), но значительно проигрывает ему по доходности (5,97% против 9,34%). Наличие иностранной валюты в портфеле лишь повышает риски, не принося заметной выгоды.

Рис. 5. Риски и доходности рыночного портфеля домохозяйств в России по состоянию на 1 июля 2021 г. и сопоставление их с бенчмарками основных классов активов (с 1 октября 2016 г. по 1 июля 2021 г.), в %



Источник: расчеты авторов по данным Банка России.

Это означает, что, несмотря ускоренный рост рискованных инструментов в финансовых активах домашних хозяйств, доля наличных средств и депозитов в них остается ключевой, составляя 75,6%. С учетом высокой доли наличных средств в сводном портфеле домашних хозяйств стратегия вложений в рискованные активы приводит к ускоренному повышению рискованности портфеля, в то время как его доходность уступает даже доходности рублевых депозитов населения на срок до 1 года.

Анализ отдельных аспектов функционирования фондовых рынков России и США позволяет сформулировать ряд выводов:

- Московской бирже и Банку России целесообразно более объективно раскрывать информацию о масштабах участия частных инвесторов в биржевых сделках, публикуя статистику не только об общем количестве открытых счетов клиентов брокеров, но, прежде всего, о количестве фондируемых счетов клиентов;
- поскольку действующие модели брокерской деятельности содержат повышенные риски для клиентов, поощряя преимущественно спекулятивную активность и инвестиции в высокорискованные инструменты (опционы и цифровые активы), необходимо расширить для брокеров возможности открывать поддерживаемые с помощью налоговых мер специальные счета для индивидуальных и корпоративных пенсионных накоплений клиентов, накопительные счета для оплаты стоимости образовательных и медицинских услуг;
- структура финансовых активов домашних хозяйств в России остается консервативной, высокая и стабильно повышающаяся доля запасов в наличной валюте свидетельствует о недостатке сервисов и финансовых продуктов со стороны финансовых организаций, ориентированных на долгосрочные сбережения домашних хозяйств. ■

Behavior of Private Investors in the Stock Markets of Russia and the US

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

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

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

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

Over the past two years, millions of new private investors have entered the stock markets in Russia and the USA, but their number in the Russian Federation is significantly overestimated. In both markets, private investors face the risks of getting involved in speculative transactions. The Russian market demonstrates unfavorable economic and legal conditions for long-term savings in risky assets, which results in the prevalence of deposits and cash in the financial assets owned by households.

Key words: stock market, stock markets of Russia and the USA, private investors.

JEL-codes: G11, G14, G15, G17, G41.