

---

## Финансовый сектор

### КАКОЙ В НОВЫХ УСЛОВИЯХ ДОЛЖНА БЫТЬ СТРАТЕГИЯ РАЗВИТИЯ ФОНДОВОГО РЫНКА

**А. Е. АБРАМОВ**  
**А. Г. КОСЫРЕВ**  
**М. И. ЧЕРНОВА**

*В новых условиях необходимо переосмысление экономической политики, включая меры по поддержке функционирования и развитию фондового рынка. С учетом особенностей текущего кризиса вряд ли возможно простое воспроизведение мер из прошлого опыта антикризисного управления. Долгосрочные меры реагирования должны учитывать такие факторы, как длительный характер санкций, высокая инфляция и повышенная волатильность курса рубля.*

*Учитывая, что основной движущей силой внутреннего рынка будут выступать преимущественно внутренние частные инвесторы, необходимо реализовать меры, стимулирующие их сбережения, способствующие предложению надежных и прозрачных инвестиционных продуктов, а также снижению экономической и административной нагрузки на участников фондового рынка. В настоящей статье мы предлагаем такого рода меры.*

**Ключевые слова:** фондовый рынок, акции, облигации, внутренние частные инвесторы, санкции.

**JEL:** G10, G18, G28, G32.

#### Текущее состояние и проблемы финансового рынка

В условиях изоляции внутреннего фондового рынка от глобального масштабы падения цен на долевые ценные бумаги российских эмитентов существенно различались. На внутреннем рынке после восстановления биржевой торговли с 24 марта 2022 г. снижение цен акций было умеренным вследствие запрета на продажи ценных бумаг нерезидентами и укрепления рубля за счет введения валютных ограничений. Капитализация эмитентов на Московской бирже сократилась с 62,6 трлн руб. на конец 2021 г. до 47,2 трлн руб. в первом квартале 2022 г., или на 24,6%. По сравнению с 2021 г. на 31 марта 2022 г. индекс Мосбиржи снизился на 27,7%, индекс РТС — на 36%.

На облигационном рынке в первом квартале 2022 г. широкий индекс ОФЗ RGBI TR снизился на 11,8%, доходность к погашению вы-

росла с 8,45% годовых на конец 2021 г. до 11,83% на 1 апреля; индекс корпоративных облигаций IFX-Cbonds снизился на 2,8%, при этом их доходность к погашению выросла с 8,85 до 15,15% годовых на 1 апреля. Более сложной является ситуация на рынке суверенных еврооблигаций. Объем суверенного долга в еврооблигациях составляет 40,7 млрд долл.; 98,6 млрд долл. — объем еврооблигаций российских компаний.

Наиболее актуальными текущими проблемами на рынке являются: погашение долгов по еврооблигациям; размораживание иностранных активов, принадлежащих российским частным лицам; установление более стабильных правил игры в условиях массового перемещения счетов и активов клиентов между брокерами; защита владельцев индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) от налоговых санкций в случаях вынужденного за-

---

*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; Чернова Мария Игоревна, старший научный сотрудник РАНХиГС при Президенте Российской Федерации (Москва), e-mail: chernova-mi@ranepa.ru*

крытия ими указанных счетов из-за действия санкций; улучшение информированности граждан при принятии тех или иных решений финансовыми регуляторами и участниками рынка. В ряде случаев финансовым регуляторам удается находить эффективные решения, например, в сфере поддержания стабильности валютного курса и конвертируемости рубля, использования схем погашения обязательств по еврооблигациям в рублях, восстановления работы биржевых рынков акций и облигаций. На предложение Минфина РФ о выкупе облигаций «Россия-2022» откликнулось значительное число внутренних инвесторов, было выкуплено 72% всего выпуска.

### **Долгосрочная стратегия**

В долгосрочной перспективе основные риски участников рынка связаны со следующими проблемами: повышенной инфляции и волатильности курса рубля; недостаточной ликвидности внутреннего рынка; усиления информационной асимметрии на рынке из-за закрытия доступа к популярным иностранным информационным ресурсам; банкротства финансовых организаций и эмитентов корпоративных облигаций из-за невозможности рефинансирования долгов. Предлагаемые меры по поддержке частных инвесторов структурированы с учетом перечисленных выше проблем.

### **Смягчение рисков инфляции и волатильности рубля**

Необходимо создание эффективных инструментов для вложений частных лиц в золото и в жилую недвижимость с помощью крупных биржевых ПИФов с физическими запасами драгоценных металлов в качестве активов, прозрачных паевых фондов рентного типа и недвижимости.

Необходим также более активный выпуск государственных ценных бумаг, индексированных на инфляцию и доступных частным лицам. В действующей структуре выпусков

ценных бумаг Минфином облигации, индексированные на инфляцию, а также ориентированные на население выпуски пока занимают скромное место: в 2021 г. на ОФЗ-ИН приходилось всего 5,1% общей стоимости ОФЗ в обращении, на ОФЗ-н – всего 0,3%. По нашему мнению, Минфину целесообразно расширять сеть продаж облигаций ОФЗ-н через биржевой маркетплейс «Финансовые услуги» и платформы брокеров и управляющих компаний, а также поддерживать доходность данных выпусков ОФЗ для частных инвесторов на уровне не ниже других выпусков госбумаг с аналогичной дюрацией.

Еврооблигации российских эмитентов давно стали составной частью внутреннего облигационного рынка. Их основными держателями, как правило, на 50–70% выступают резиденты. Целесообразно отказаться от практики заимствований у внутренних инвесторов средств с помощью данного инструмента. Необходимо развивать выпуски внутренних валютных облигаций в соответствии с требованиями законодательства Российской Федерации.

Для стимулирования расширения публичных размещений акций на внутренних биржах целесообразно разработать нормативные документы, позволяющие осуществлять IPO компаний по процедурам SPACs – размещения акций «бланковых» компаний с их последующим слиянием с непубличными компаниями-целями.

Необходимы развитие рынка криптовалют как инвестиционного актива, альтернативного доллару, а также создание биржевых паевых фондов на криптовалюту.

### **Ликвидность внутреннего фондового рынка**

По нашим оценкам<sup>1</sup>, вложения только частных инвесторов на внутреннем рынке акций, облигаций, инвестиционных паев ПИФов и инструментов денежного рынка у брокеров составляют около 140 млрд долл. Эта сумма ана-

<sup>1</sup> На основе данных Банка России: URL: [http://www.cbr.ru/statistics/macro\\_itm/households/](http://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/)

логична вложениям нерезидентов в акции и облигации российских эмитентов. Еще около 170–180 млрд долл. хранятся в виде наличных рублей и валюты у населения. До февральских событий 2022 г. доля физических лиц в объемах торгов на рынке акций составляла около 40%; после восстановления биржевого рынка 25 марта она выросла до 58%. Крупные и ликвидные рынки акций, такие как китайский (в Шанхае) и южнокорейский, на 80 и 84% соответственно формируют свою ликвидность за счет средств частных инвесторов<sup>2</sup>.

В отдельных случаях для поддержки внутреннего облигационного рынка могли бы использоваться специальные программы количественного смягчения, аналогичные тем, что регулярно используются в США, Европейском союзе и в Японии. В целях содействия корпоративным эмитентам в погашении внешних долгов Банк России мог бы вернуться к практике предоставления валютных свопов, т.е. краткосрочного финансирования сделок по погашению внешних долгов.

### **Правовая защита частных инвесторов**

Проблемы высоких операционных и кредитных рисков клиентов брокеров проявились в случае со списанием ценных бумаг клиентов компании «Универ Капитал». Для решения указанных проблем необходимо внести изменения в стандарты брокерской деятельности, предполагающие получение согласия от клиентов при осуществлении заимствований их ценных бумаг. В правилах торгов на Мосбирже целесообразно предусмотреть возможность открытия отдельного торгового счета ценных бумаг для тех клиентов брокеров, которые не уполномочили своего брокера на использование принадлежащих им активов в целях кредитования третьих лиц. При этом тарифы биржи и ее инфраструктурных организаций, а также тарифы брокеров и их депозитариев не должны быть дискриминационны-

ми по отношению к указанным счетам и клиентам брокеров, не разрешающим заимствовать их активы.

В течение года следует создать институт страхования сохранности средств клиентов у брокеров со страховым фондом, аналогичный программам сохранности средств клиентов Корпорации по защите инвесторов в ценные бумаги (SIPC) на сумму до 500 тыс. долл. SIPC не страхует от рыночных рисков, а занимается восстановлением денежных средств и ценных бумаг клиентов, оставшихся у обанкротившихся или иным образом испытывающих финансовые затруднения брокерских фирм.

Необходимо уточнение функций саморегулируемых организаций (СРО), усиление их роли в защите прав пользователей финансовых услуг. В нынешнем виде СРО в одном лице выступает как цеховой лоббист и одновременно защитник потребителей услуг, оказываемых членами цеха. Целесообразно более полно учесть действующий международный опыт в данной сфере, в частности работу ассоциации FINRA в США. Ее главная цель — защита потребителей, а ее доходы формируются просто в виде небольшой комиссии, взимаемой по каждой финансовой сделке.

### **Борьба с рисками информационной асимметрии**

В настоящее время ни один из российских информационных ресурсов не предоставляет доступную информацию о финансовых показателях деятельности российских публичных акционерных обществ (ПАО), рассчитываемых по консолидированной финансовой отчетности и по признанной международной методологии. Это, в условиях ограничения доступа российских участников рынка к данной информации с помощью терминалов Bloomberg и Reuters, создает серьезные трудности в принятии инвестиционных решений, равно как и для объективной оценки стоимости финансо-

<sup>2</sup> Osipovich A. Individual-Investor Boom Reshapes U.S. Stock Market // The Wall Street Journal on-line. 31 August 2020. URL: <https://www.wsj.com/articles/individual-investor-boom-reshapes-u-s-stock-market-11598866200>

вых инструментов в отчетности финансовых структур. Для решения этой проблемы необходим пересмотр стандартов раскрытия информации эмитентов и доступа к информации российских информационных ресурсов и их пользователей.

**Предотвращение избыточной концентрации бизнеса в крупных госсструктурах**

Необходимы меры по ускоренному развитию независимого финтеха на базе частных компаний (услуги робо-консультантов, брокеров и т.п.) и расширению возможности работы та-

ких компаний с денежными средствами и платежами клиентов. Такие финтех-компании менее болезненно, чем крупные государственные структуры, переживают санкции и найдут возможность для доступа своих клиентов к глобальным рынкам и услугам.

Важно пересмотреть действующие стандарты работы финансовых посредников при продажах особо рискованных продуктов, таких как структурные продукты, инвестиционное страхование жизни (ИСЖ) и ряд других. Необходима политика упрощения и высокой прозрачности доступных населению инвестиционно-финансовых продуктов. ■

**What Should be the Strategy for Stock Market Development in the New Environment**

**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

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

*The new environment calls for a rethinking of economic policy, including measures to support functioning and development of the stock market. Given the specifics of the current crisis, it is unlikely to simply replicate anti-crisis management measures used in the past. Long-term responses need to take into account factors such as the prolonged nature of sanctions, high inflation and increased ruble volatility.*

*Given that the domestic market will be predominantly driven by domestic private investors, measures should be implemented encouraging their saving, offering reliable and transparent investment products, and reducing the economic and administrative burden on stock market participants. These measures are proposed in this paper.*

**Key words:** stock market, shares, bonds, domestic private investors, sanctions.

**JEL-codes:** G10, G18, G28, G32.