

## Хрустова Любовь Евгеньевна,

к.э.н., доцент Кафедры финансовых рынков и финансового инжиниринга, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации  
E-mail: lehrustova@fa.ru

В условиях жесткого санкционного давления и необходимости структурной трансформации экономики особую значимость приобретает задача развития различных источников финансирования, в максимальной степени удовлетворяющих потребностям экономических субъектов. Одним из путей решения сформулированной задачи для российской экономики выступает укрепление роли фондового рынка как альтернативы традиционному банковскому финансированию. В то же время неясным остается, какую именно потребность в финансировании российской экономики сможет в перспективе удовлетворять фондовый рынок и как достичь увеличения его капитализации. Цель исследования заключается в систематизации методологических подходов к оценке потенциала российского фондового рынка. Полученные в рамках исследования результаты формируют теоретико-методологическую основу осуществления количественной оценки потенциала фондового рынка, которая позволит в дальнейшем разрабатывать конкретные меры для его развития.

**Ключевые слова:** фондовый рынок, потенциал фондового рынка, методологические подходы, российский фондовый рынок, рынок ценных бумаг.

## Введение

Структура финансирования российской экономики традиционно формировалась в рамках континентальной модели финансового рынка, ключевую роль в которой играет банковский сектор. Несмотря на сохранение позитивной динамики в банковском кредитовании (в 2023 году суммарный портфель кредитов банков превысил 100 трлн рублей, а прибыль российских банков достигла исторического максимума в 3,3 трлн рублей), меняющиеся экономические реалии обуславливают потребность в расширении возможностей финансирования, в том числе с использованием инструментов фондового рынка. Формированию данной тенденции способствовало влияние следующих факторов:

- накопление ликвидности у частных лиц в период пандемии COVID-19 в условиях установления низкой ключевой ставки, стимулирующее население к поиску альтернативных механизмов размещения капитала;
- ограничение доступа субъектов российской экономики к источникам иностранного финансирования в результате введения санкций, а также необходимость развития механизмов привлечения иностранных инвесторов из дружественных стран в условиях санкций;
- потребность в привлечении корпоративными субъектами экономики финансирования на длительный период;
- необходимость финансового обеспечения структурной трансформации российской экономики в условиях текущей геополитической ситуации.

Развитию фондового рынка способствовали не только объективно формирующиеся реалии, но и меры, предпринимаемые на уровне государственных органов власти и мегарегулятора. Так, «Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2024 год и период 2025 и 2026 годов» содержат широкий перечень мероприятий и стимулов, направленных на усиление роли инструментов рынка ценных бумаг и привлечение новых инвесторов в рассматриваемый сегмент. В рамках послания Федеральному собранию президент России Владимир Путин также сформулировал задачу удвоения капитализации российского фондового рынка к 2030 году (в 2023 году величина капитализации составила порядка 65 трлн рублей или 33% от номинального ВВП). Глава Банка России Эльвира Набиуллина отмечает, что «потенциал российского фондового рынка пока недостаточно активно применяется для развития экономики в стране».

*Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финансового университета при Правительстве РФ.*

Термин «потенциал» часто употребляется в дискуссиях и научных публикациях по вопросам развития фондового рынка. Однако анализ существующих источников показывает, что в настоящий момент отсутствует единое понимание того, что именно подразумевается под «потенциалом российского фондового рынка». Изучение данного вопроса является актуальным не только с точки зрения решения теоретико-методологических задач, но и с позиции необходимости поиска прикладных решений в части количественной оценки перспектив финансирования экономики через инструменты фондового рынка.

Цель исследования заключается в систематизации методологических подходов к оценке потенциала российского фондового рынка. Объектом исследования выступает российский фондовый рынок. Предметом исследования является фундаментальное содержание понятия «потенциал российского фондового рынка».

Для достижения поставленной цели в рамках исследования были систематизированы существующие подходы к пониманию и оценке потенциала фондового рынка, определены методы, которые могут быть использованы для измерения потенциала фондового рынка при решении национальных стратегических задач.

## Основная часть

Проблема изучения понятия «потенциал фондового рынка» имеет в своей основе необходимость решения конкретной прикладной задачи – целесообразность развития различных инструментов финансирования требует обоснования в виде точной количественной оценки возможностей привлечения с их помощью дополнительных ресурсов.

Понятие «потенциал» в исследованиях часто упоминается в различных сочетаниях, таких как экономический потенциал, финансовый потенциал, производственный потенциал, инвестиционный потенциал. Несмотря на различия, которые обнаруживаются при анализе перечисленных понятий, существует также общность подходов к их пониманию.

В самом широком смысле термин «потенциал» трактуется как совокупность имеющихся возможностей в какой-либо сфере. В российской финансовой науке термин «потенциал», как правило, употребляется в отношении: а) экономики в целом; б) экономики отдельных регионов; в) конкретных отраслей; г) организаций как экономических субъектов. При этом понятие потенциала рынка капитала в контексте его функции привлечения инвестиций в литературе раскрывается редко.

Так, Воробьев Ю.Н. и Воробьева Е.И., рассматривая инвестиционный потенциал экономики России, определяют его материальную основу через инвестиционные ресурсы и их источники, связывая проблему стимулирования инвестиционного потенциала финансового рынка с обеспечением инвестиционного потенциала страны [3].

На уровне регионов взгляды к определению «финансового потенциала» формируются в рамках трех подходов: подхода, приравнивающего финансовый потенциал к бюджетному или налоговому; результативного подхода, фокусирующего внимание на результате, достигаемом при реализации потенциала (получении дохода, увеличение денежных поступлений); ресурсного, определяющего финансовый потенциал через совокупность финансовых ресурсов, доступных к использованию. При этом на уровне региона выделяют бюджетный, налоговый потенциал, финансовый потенциал населения, предприятий и организаций, финансово-кредитной системы, внешних инвестиций и заимствований [2].

При оценке потенциала экономических субъектов авторами также используется различный понятийный аппарат – выделяются понятия рыночного, производственного, финансового, экономического, финансово-экономического, инвестиционного потенциала.

Для целей текущего исследования авторами были проанализированы существующие подходы к определению потенциала в литературе. При этом к рассмотрению принимались источники, посвященные определению и оценке как потенциала финансового рынка в целом, так и потенциала фондового рынка, как одного из сегментов финансового рынка, в частности. Анализ существующих трудов позволил выявить несколько ключевых подходов к пониманию содержания понятия «потенциал». Систематизация выявленных подходов представлена в таблице 1.

Первый подход трактует потенциал на финансовом рынке в контексте его развития, применяя для измерения соответствующую систему индикаторов (глубина рынка, доступность услуг и другие). Подобное понимание потенциала позволяет комплексно определить уровень развития финансового рынка с учетом влияния различных внутренних и внешних факторов, изучить динамику состояния рынка на основе конкретных количественных характеристик. Однако применение данного подхода не позволяет определить, какой объем ресурсов гипотетически может быть аккумулирован с использованием финансового рынка, а также требует обоснования для выбора индикаторов оценки финансового развития и разработки методики их расчета.

Развитием данного научного направления можно назвать второй подход, основанный на расчете ряда количественных показателей в целях измерения потенциала финансового рынка. Например, Смирнов В.В. в рамках своего исследования при оценке потенциала российского фондового рынка анализирует систему индикаторов, к числу которых относятся динамика котированных акций российских эмитентов, обращающихся на внутреннем рынке, и долговых ценных бумаг, динамика долга нефинансового сектора, домашних хозяйств и некоммерческих организаций, обслуживающих домашние хозяйства, динамика денежной массы и ши-

рокой денежной массы и ряд других показателей. На основе полученных результатов автор выявляет

факторы, обуславливающие потенциал российского фондового рынка [14].

Таблица 1. Подходы к трактовке потенциала финансового рынка

Подход	Содержание	Источники
Исследование потенциала в контексте развития финансового рынка	Понятие «потенциал» рассматривается в контексте развития финансового рынка, в том числе в отдельных работах приравнивается к понятию «финансовое развитие» и оценивается через показатели глубины финансового рынка, доступности услуг, стабильности и эффективности финансового рынка	А.В. Новиков, И.Я. Новикова, 2020; В.Д. Никифорова, И.Г. Сергеева, А.В. Харламов, 2016
Потенциал финансового рынка как величина, измеряемая на основе системы индикаторов	Потенциал финансового рынка рассматривается как комплексное понятие, интегрирующее в себе результаты измерения широкого перечня характеристик и параметров финансового рынка	В.В. Смирнов, 2024; Ю.В. Лахно, 2013
Измерение потенциала через количество участников рынка и представленных на нем инструментов	Под реализацией потенциала финансового рынка авторами понимается увеличение количества участников рынка (эмитентов, инвесторов, институтов) и финансовых инструментов	Ю.Н. Воробьев, 2017; Е.К. Климова, 2018
Приравнивание потенциала финансового рынка к потенциалу сбережений населения	Потенциал финансового рынка исчисляется на основе оценки доли доходов населения, направленных на сбережения, которые потенциально могли бы быть привлечены для вложения в инвестиционные инструменты	В.О. Крамная, Д.В. Каквинкина, 2016; Н.А. Звягинцева, 2014
Ресурсный подход	Совокупность финансовых ресурсов, которые дополнительно могут привлечены с использованием рассматриваемого рынка/рыночного сегмента/рыночного инструмента	Э.Ф. Арсланов, 2007; К.В. Герасименко, 2016; Т.К. Гоманова, Э.А. Лукьянова, 2013; М.В. Прянишникова, 2019

Источник: составлено автором на основе [1, 4–14].

Ю.В. Лахно, исследуя потенциал конкурентоспособности фондового рынка, выделяет уровни конкурентоспособности, которые оцениваются через показатели роста капитализации, числа инвесторов и эмитентов (первый уровень конкурентоспособности), конкурентоспособности сегментов фондового рынка (второй уровень), эмитентов (третий уровень) и конкретных ценных бумаг (четвертый уровень) [10].

Необходимо отметить, что все методики, предполагающие расчет нескольких индикаторов, отличаются определенной степенью субъективности. Они опираются на систему показателей, применяемых в рамках конкретного подхода, выбранных из широкого перечня характеристик финансового рынка. Кроме того, необходимость определения значений сразу нескольких индикаторов усложняют расчет и требуют разработки и применения методики их интегральной оценки.

Третий подход из числа выявленных концентрируется на возможностях увеличения на рынке числа инвесторов, эмитентов и финансовых инструментов. Необходимо отметить, что перечисленные индикаторы часто применяются и при осуществлении комплексной оценки потенциала финансового рынка, представленной в рамках второго подхода.

В качестве ключевых направлений повышения потенциала российского фондового рынка Е.К. Климова отмечает территориальное расширение рынка, привлечение инвесторов, оптимизацию правового регулирования и внедрение новых технологий торговли [8]. Несмотря на отсутствие в исследовании конкретной трактовки потенциала фондового рынка, исходя из направлений разви-

тия, можно сделать вывод, что оценка потенциала формируется в контексте увеличения количества инструментов, сегментов рынка, числа инвесторов и инфраструктурного развития.

Интересный подход представлен в работе Ю.Н. Воробьева, который оценивает реализацию потенциала российского фондового рынка через возможность увеличения числа эмитентов. При этом потенциальное количество эмитентов характеризуется совокупным числом публичных и непубличных акционерных обществ в стране, которые в теории могут выступать в роли эмитентов на рынке ценных бумаг [4].

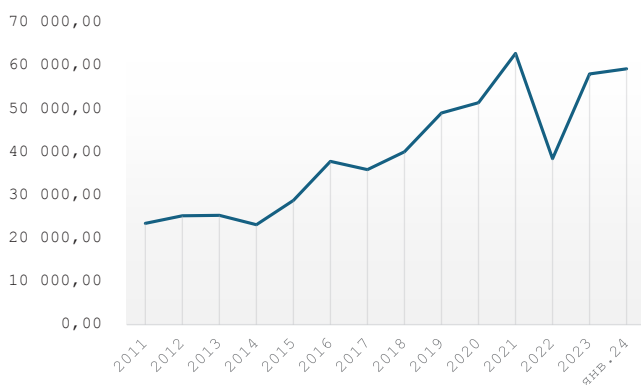
Понимание потенциала финансового рынка через возможность увеличения числа участников рынка и инструментов, находящихся в обращении, является точным и простым, что позволяет осуществить конкретную оценку перспективам развития рынка. Пример российского фондового рынка демонстрирует высокую потребность в увеличении потенциального числа эмитентов в целях привлечения новых инвестиций.

В то же время в настоящий момент при наличии доступа к широкому перечню финансовых инструментов на Московской бирже, торговля ведется в основном в части некоторых наиболее ликвидных активов. При этом наблюдаемая тенденция стремительного роста числа инвесторов на фондовом рынке не всегда означает реализацию ранее не задействованных возможностей. За последние 4 года в России наблюдался стремительный рост числа инвесторов среди физических лиц – если в середине 2020 года количество граждан России, имеющих брокерский счет, составляло 7 млн

человек, то по итогам первого квартала 2024 года их число достигло 41 млн человек (по данным Московской биржи число физических лиц, имеющих брокерские счета с уникальными паспортными данными составило 31,1 млн человек или 41% экономически активного населения страны). При этом доля активных клиентов брокеров в первом квартале 2024 года составила лишь 14,6% (максимальное значение за последние 2 года)<sup>1</sup>. Данный факт демонстрирует, что показатель числа инвесторов и его положительная динамика не в полной мере могут характеризовать степень реализации потенциала фондового рынка.

Инвестиционным потенциалом сбережений населения В.О. Крамная и Д.В. Каковкина называют «наличие объективных условий для создания стимулов и мотивационных механизмов для участия населения в инвестиционном процессе посредством вовлечения в него их сбережений» [9]. Сторонники данного подхода оценивают потенциал привлечения инвестиций, исходя из объема средств, оставшихся у населения за вычетом потребления. Иными словами, оценка потенциала сбережений населения позволяет выявить свободные денежные ресурсы в экономике, что тесно перекликается с идеей ресурсного подхода. Однако определение объема на основе совокупной величины сбережений не позволяет оценить вовлеченность населения на конкретный сегмент финансового рынка, например, на фондовый рынок – накопления могут быть размещены на банковских депозитах и вкладах, составляя часть сбережений, но не являясь доступными средствами для финансирования других субъектов экономики.

Дискуссия о развитии национального фондового рынка часто сопровождается сведениями о динамике его капитализации и перспективах ее роста. Можно предположить, что оценка потенциала фондового рынка также может осуществляться на основе показателя капитализации и его динамики (рис. 1).



**Рис. 1.** Динамика капитализации российского биржевого рынка акций, 2011–2024 гг., ММВБ, Мосбиржа, млрд руб.

Источник: построено на основе данных Всемирной федерации бирж.

<sup>1</sup> Обзор ключевых показателей брокеров. I квартал 2024 года. Информационно-аналитический материал. – Банк России. – 2024. – 17 с.

Однако рост капитализации фондового рынка отражает прежде всего положительную оценку инвесторами перспектив компании в будущем и отражает результат обращения ценных бумаг на вторичном рынке. Данный подход не позволяет сделать вывод о том, какая часть финансирования была или может быть привлечена дополнительно в целях финансирования экономики.

Наиболее релевантным поставленной прикладной задаче подходом к трактовке понятия «потенциал фондового рынка» является ресурсный подход. В рамках ресурсного подхода потенциал финансового рынка определяется К.В. Герасименко как «совокупность располагаемых финансовым рынком ресурсов и возможностей их эффективного использования для удовлетворения инвестиционного спроса» [5]. Аналогичную трактовку в рамках своего исследования приводит Э.Ф. Арсланов, который определяет инвестиционный потенциал фондового рынка как «совокупность денежных ресурсов, заключенных в различные виды ценных бумаг и предназначенных для инвестиционно-инновационного развития» [1]. Иными словами, ресурсный подход акцентирует внимание на конкретном объеме финансовых ресурсов, которые могут быть аккумулированы и перераспределены с использованием механизмов финансового рынка.

Задача количественной оценки потенциала фондового рынка в ресурсном подходе сводится к необходимости определить, какой объем денежных средств и из каких источников может быть дополнительно привлечен с использованием инструментов фондового рынка. Одно из решений данной проблемы предлагают в своем исследовании Т.К. Гоманова и З.А. Лукьянова, которые определяют потенциал кредитного рынка как «совокупность потенциалов кредитных рынков отдельных территориальных единиц», которые в свою очередь учитывают потенциал вовлеченный (объем привлеченных и размещенных кредитных ресурсов с учетом возможностей их приложения) и потенциал неиспользованный (объем кредитных ресурсов, который может быть привлечен на кредитный рынок). Таким образом, основной задачей развития потенциала кредитного рынка, по мнению авторов, является задача максимизации вовлеченного потенциала [6].

Аналогичный подход может быть применен при оценке потенциала фондового рынка. Потенциал фондового рынка может оцениваться как совокупность потенциала вовлеченного (объем средств, привлеченных на фондовый рынок в настоящий момент) и неиспользованного (объема средств, которые могут быть привлечены на фондовый рынок из различных источников).

Ресурсный подход также обладает некоторыми недостатками. В частности, при оценке неиспользованного потенциала не учитываются качественные характеристики и особенности национального фондового рынка, ограничения, существующие на организационно-экономическом, инфраструктурном, институциональном уровне, на уровне эми-

тентов. М.В. Прянишникова предлагает методологию количественного измерения резервов организованного рынка ценных бумаг на микроуровне, которая учитывает возможности повышения эффективности деятельности его участников [13]. Предлагаемая методология может быть интегрирована в ресурсный подход для повышения эффективности оценки потенциала фондового рынка.

## Заключение

Систематизация источников литературы позволила выявить несколько подходов к трактовке понятий «потенциал финансового рынка» и «потенциал фондового рынка». Анализ их содержания, достоинств, недостатков и особенностей применения позволил выявить, что для достижения поставленных в настоящий момент целей развития фондового рынка, наиболее подходящим является ресурсный подход, который оценивает потенциал на основе финансовых ресурсов, которые могут быть дополнительно аккумулированы и перераспределены с использованием механизмов фондового рынка.

Разработка рекомендаций, направленных на раскрытие потенциала привлечения инвестиций с использованием инструментов фондового рынка, может включать в себя мероприятия, нацеленные на приращение свободных финансовых ресурсов в экономике, построение эффективного механизма их привлечения компаниями посредством каналов фондового рынка, использование конкурентных преимуществ данных каналов финансирования.

## Литература

1. Арсланов Э.Ф. Влияние банковской системы на повышение инвестиционного потенциала российского фондового рынка. – Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2007. – 27 с.
2. Булатова Ю.И. Финансовый потенциал региона: содержание и структура //Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2010. – № . 5. – С. 94–97.
3. Воробьев Ю.Н., Воробьева Е.И. Инвестиционный потенциал экономики России: финансовые возможности развития //Journal of new economy. – 2019. – Т. 20. – № . 1. – С. 41–60.
4. Воробьев Ю.Н. Роль фондового рынка Российской Федерации в финансовом обеспечении экономики //Научный вестник: финансы, банки, инвестиции. – 2017. – № . 2 (39). – С. 80–89.
5. Герасименко К.В. Инвестиционный потенциал российского финансового рынка: источники, структура, динамика //Фундаментальные исследования. – 2016. – № . 2–2. – С. 352–356.
6. Гоманова Т.К., Лукьянова З.А. Особенности оценки потенциала кредитного рынка: региональный аспект //Финансы и кредит. – 2013. – № . 35 (563). – С. 43–49.

7. Звягинцева Н.А. Оценка инвестиционного потенциала физических лиц и путей его реализации через механизмы рынка ценных бумаг в РФ //Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2014. – № . 3. – С. 44–49.
8. Климова Е.К. О ключевых направлениях развития российского фондового рынка: потенциал рынка облигаций //Инновационное развитие экономики: тенденции и перспективы. – 2018. – Т. 1. – С. 379–388.
9. Крамная В.О., Каковкина Д.В. Финансовый рынок как механизм управления инвестиционным потенциалом сбережений населения // Вестник российского экономического университета им. ГВ Плеханова. Вступление. Путь в науку. – 2016. – № . 4. – С. 28–44.
10. Лахно Ю.В. Оценка современного состояния и потенциала конкурентоспособности российского фондового рынка //Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – 2013. – № . 38. – С. 46–52.
11. Никифорова В.Д., Сергеева И.Г., Харламов А.В. Использование потенциала финансового рынка для инновационного развития российской экономики //Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2016. – № . 6 (102). – С. 7–14.
12. Новиков А.В., Новикова И.Я. Финансовый рынок России: есть ли потенциал для стимулирования экономического роста? //Вестник НГУ-ЭУ. – 2020. – № . 2. – С. 86–104.
13. Прянишникова М.В. Потенциал развития российского организованного рынка ценных бумаг в кризисных условиях //Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. – 2019. – № . 1 (35). – С. 242–247.
14. Смирнов В.В. Анализ потенциала фондового рынка России // Финансы и кредит. – 2024. – Т. 30. – № 6 (846). – С. 1381–1402.

## METHODOLOGICAL APPROACHES TO THE POTENTIAL OF THE STOCK MARKET ESTIMATION

**Khrustova L.E.**

Financial University under the Government of the Russian Federation

In the context of severe sanctions pressure and the need for structural transformation of the economy, the task of developing various sources of financing that meet the needs of economic entities to the maximum extent is of particular importance. One of the ways to solve the formulated problem for the Russian economy is to strengthen the role of the stock market as an alternative to traditional bank financing. At the same time, it remains unclear what kind of need for financing the Russian economy the stock market will be able to meet in the future and how to achieve an increase in its capitalization. The purpose of the study is to systematize methodological approaches to assessing the potential of the Russian stock market. The results obtained in the study form a theoretical and methodological basis for the implementation of a quantitative assessment of the potential of the stock market, which will allow in the future to work out specific measures for its development.

**Keywords:** stock market, stock market potential, methodological approaches, Russian stock market, securities market.

## References

1. Arslanov E.F. The influence of the banking system on increasing the investment potential of the Russian stock market. – Ab-

- stract of the dissertation for the degree of candidate of economic sciences. – Moscow, 2007. – 27 p.
2. Bulatova Yu.I. Financial potential of the region: content and structure // Bulletin of the St. Petersburg State University of Economics. – 2010. – No. 5. – P. 94–97.
  3. Vorobyov Yu.N., Vorobyova E.I. Investment potential of the Russian economy: financial opportunities for development // Journal of new economy. – 2019. – Vol. 20. – No. 1. – P. 41–60.
  4. Vorobyov Yu.N. The role of the stock market of the Russian Federation in the financial support of the economy // Scientific Bulletin: finance, banks, investments. – 2017. – No. 2 (39). – P. 80–89.
  5. Gerasimenko K.V. Investment potential of the Russian financial market: sources, structure, dynamics // Fundamental research. – 2016. – No. 2–2. – P. 352–356.
  6. Gomanova T.K., Lukyanova Z.A. Features of assessing the potential of the credit market: regional aspect // Finance and credit. – 2013. – No. 35 (563). – P. 43–49.
  7. Zvyagintseva N.A. Assessment of the investment potential of individuals and ways of its implementation through the mechanisms of the securities market in the Russian Federation // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law. – 2014. – No. 3. – P. 44–49.
  8. Klimova E.K. On the key directions of development of the Russian stock market: the potential of the bond market // Innovative development of the economy: trends and prospects. – 2018. – Vol. 1. – P. 379–388.
  9. Kramnaya V.O., Kakovkina D.V. Financial market as a mechanism for managing the investment potential of population savings // Bulletin of the Plekhanov Russian University of Economics. Introduction. Path to science. – 2016. – No. 4. – P. 28–44.
  10. Lakhno Yu.V. Assessment of the current state and competitiveness potential of the Russian stock market // National interests: priorities and security. – 2013. – No. 38. – P. 46–52.
  11. Nikiforova V.D., Sergeeva I.G., Kharlamov A.V. Using the Potential of the Financial Market for Innovative Development of the Russian Economy // Bulletin of the St. Petersburg State University of Economics. – 2016. – No. 6 (102). – P. 7–14.
  12. Novikov A.V., Novikova I. Ya. The Financial Market of Russia: Is There Potential to Stimulate Economic Growth? // Bulletin of NSUEM. – 2020. – No. 2. – P. 86–104.
  13. Pryanishnikova M.V. Development Potential of the Russian Organized Securities Market in Crisis Conditions // Innovative Economy: Prospects for Development and Improvement. – 2019. – No. 1 (35). – P. 242–247.
  14. Smirnov V.V. Analysis of the potential of the Russian stock market // Finance and Credit. – 2024. – Vol. 30. – No. 6 (846). – P. 1381–1402.