

Правительство Российской Федерации
Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
(ФИНАНСОВЫЙ УНИВЕРСИТЕТ)

УДК
Рег. № НИОКТР
Рег. № ИКРБС

УТВЕРЖДАЮ

Проректор по научной работе
канд. экон. наук, доцент

_____ С.П. Соляникова
«__» _____ 2024 г.

ОТЧЕТ
О НАУЧНО-ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКОЙ РАБОТЕ

ДОЛГОСРОЧНЫЕ ТРЕНДЫ РАЗВИТИЯ РЫНКА ДОЛЕВЫХ
ЦЕННЫХ БУМАГ В РОССИИ, ФАКТОРЫ И СЦЕНАРИИ
ЭВОЛЮЦИИ РЫНКА, ИНВЕСТИТОРОВ И ЭМИТЕНТОВ
(заключительный)

Руководитель НИР,
директор центра банковского
Консалтинга и прикладных исследований



Н.В. Воеводина

Москва 2024

СПИСОК ИСПОЛНИТЕЛЕЙ

Руководитель НИР,
директор центра банковского консалтинга
и прикладных исследований


(подпись, дата)

Н.В. Воеводина
(реферат, введение,
подраздел 2.4, раздел 3,
4, заключение)

Ответственный исполнитель


(подпись, дата)

Е.В. Бугаева
(введение, раздел 1, 3, 4,
подраздел 2.1, 2.3, 2.4,
2.5, заключение,
приложение А, Е)

Исполнители:

Профессор Кафедры моделирования и
системного анализа Факультета
информационных технологий и анализа
больших данных,
д-р техн. наук, профессор


(подпись, дата)

В.А. Бышев
(подраздел 2.2,
приложение В)

Профессор Кафедры моделирования и
системного анализа Факультета
информационных технологий и анализа
больших данных,
д-р экон. наук, профессор


(подпись, дата)

Л.О. Бабешко
(подраздел 2.2,
приложение В)

Доцент Кафедры моделирования и
системного анализа Факультета
информационных технологий и анализа
больших данных,
канд. экон. наук


(подпись, дата)

М.Ю. Михалева
(подраздел 2.2,
приложение В)

Заведующий Кафедрой социологии
Факультета социальных наук и массовых
коммуникаций,
д-р социол. наук, профессор


(подпись, дата)

А.Г. Тюриков
(подраздел 1.5, 2.5, 4.1,
раздел 3, приложение Б,
Г, Д)

Старший преподаватель Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

Д.А. Котов
(подраздел 2.5, 4.1,
приложение Д)

Заведующий учебно-научной
социологической лабораторией Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

Д.А. Кунижева
(подраздел 1.5, раздел 3,
приложение Б, Г)

Заместитель заведующего учебно-научной
социологической лабораторией Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

Я.С. Иванова
(подраздел 1.5, раздел 3,
приложение Б, Г)

Главный специалист учебно-научной
социологической лабораторией Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

В.П. Антонюк
(подраздел 1.5, раздел 3,
приложение Б, Г)

Специалист учебно-научной
социологической лабораторией Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

М.Р. Данилова
(подраздел 1.5, раздел 3,
приложение Б, Г)

Лаборант-исследователь Кафедры
социологии Факультета социальных наук
и массовых коммуникаций


(подпись, дата)

А.А. Мальшаков
(подраздел 1.5, раздел 3,
приложение Б, Г)

Администратор АО «Райффайзенбанк»


(подпись, дата)

А.Г. Гладышева
(раздел 1, подраздел
4.2)

Аналитик АО «Райффайзенбанк»


(подпись, дата)

К.А. Котерева
(подраздел 1.5, 4.2,
раздел 3, приложение Б,
Г)

Аналитик ПАО Росбанк


(подпись, дата)

В.В. Ведров
(подраздел 1.1, 1.3, 1.4,
2.1, 2.3, 2.4, приложение
Е)

РЕФЕРАТ

Отчет 412 с., 69 рис., 35 табл., 165 источника

РЫНОК КАПИТАЛА, РЫНОК АКЦИЙ, КАПИТАЛИЗАЦИЯ, ЭМИТЕНТЫ, ИНВЕСТОРЫ, МОСБИРЖА, РЫНОК IPO, ЧАСТНЫЕ ИНВЕСТОРЫ, ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТОРЫ, ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ИНВЕСТОРЫ, ФАКТОРНЫЕ МОДЕЛИ, ОПРОС ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ, ОПРОС ЭМИТЕНТОВ, ИНТЕРНАЛИЗАЦИЯ, ОЦЕНКА ТРЕНДОВ, FREE FLOAT, ОПРОС ЭКСПЕРТОВ

Объектом научно-исследовательской работы является российский рынок акций как элемент государственной экономической политики.

Цель научно-исследовательской работы - выявление трендов, драйверов и сценариев развития рынка акций в России на базе исследования жизненного цикла 2014-2024 годов на горизонте до 2030 года.

В процессе исследования использовались методы эконометрического моделирования, системный подход, методы статистического и сравнительного анализа, социологические методы.

В результате исследования:

- 1) Созданы авторегрессионные модели, которые позволяют объяснять уровень капитализации рынка акций через ряд макроэкономических переменных, выявленных в результате аналитического исследования долгосрочных факторов роста рынка акций, а также переменную неблагоприятных событий
- 2) Разработана методика опроса физических лиц с целью выявления мотиваторов и барьеров к инвестированию. С помощью методики собрана панель из 11 тыс анкет, позволяющая эффективно оценивать поведение разных групп розничных инвесторов.
- 3) Разработана и применена методика опроса компаний-эмитентов и потенциальных эмитентов (кроме госкомпаний) с целью выявления барьеров и мотиваторов к выходу на рынок и увеличению доли акций в свободном обращении, а также проверена гипотеза о значимости влияния программ долгосрочной мотивации персонала в форме выпускаемых компаниями акций на развитие рынка акций.
- 4) Собрана и структурирована информация о релевантных зарубежных практиках рынка акций.

Результаты работы позволяют сформировать полную структурированную картину о развитии рынка акций в России с 2015 по середину 2024 года, обоснованно определить долгосрочные сценарии его развития и оценить их в метриках, опираясь на

эконометрические модели, исследованное поведение розничных инвесторов (потенциальных инвесторов) и ожидания компаний-эмитентов (потенциальных эмитентов). Также в результате исследования был сформирован набор рекомендаций для регулирования и обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария, с учетом мнения ведущих экспертов и передовых практик зарубежных рынков.

Целесообразно повторять опросы физических лиц и компаний эмитентов (потенциальных эмитентов) с использованием разработанной методики для анализа их динамики и для оценки эффективности применяемых маневров в регулировании, направленных на развитие рынка акций.

Рекомендуем также опираться на результаты данного исследования как наиболее целостного при реализации других исследований рынков акций и образовательных целей.

СОДЕРЖАНИЕ

ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ И ОБОЗНАЧЕНИЙ	5
ВВЕДЕНИЕ	7
1 Аналитический обзор динамики развития российского рынка акций в 2015-1П2024 гг., включая оценку поведения розничных инвесторов и долгосрочных факторов роста этого рынка.....	10
1.1 Аналитический обзор российского рынка акций в 2015-1П2024 гг., обзор динамики капитализации рынка акций и основных факторов, влияющих на капитализацию	10
1.2 Анализ российского рынка IPO в 2015-1П2024 гг.	34
1.3 Анализ предложения на российском рынке акций (эмитенты) в 2015-1П2024 гг.	45
1.4 Анализ спроса на российском рынке акций (инвесторы) в 2015-1П2024 гг.....	60
1.5 Результаты качественного и количественного исследования поведения частных инвесторов при принятии ими инвестиционных решений.....	91
2 Факторная модель и долгосрочный сценарий развития российского рынка акций, описание долгосрочных трендов и факторов развития, профилей эмитентов и инвесторов, а также рисков, включая оценку их изменения при реализации разработанных сценариев	113
2.1 Факторы, оказывающие влияние на уровень капитализации фондового рынка.....	113
2.2 Построение факторных моделей капитализации российского рынка акций, используя методы эконометрики.....	118
2.3 Долгосрочный сценарий развития российского рынка акций	126
2.4 Оценка полученных результатов.....	136
2.5 Выводы и наблюдения по результатам опроса экспертов об основных трендах на рынке капитала, которые будут способствовать росту рынка капитала на горизонте до 2030 года, а также основных рисках, которые могут препятствовать успешному росту рынка капитала.....	140
3 Результаты количественной проверки гипотезы влияния выпусков акций с целью использования в программах вознаграждения и стимулирования работников компаний-эмитентов акций на развитие рынка долевого ценного бумага.....	150
4 Рекомендации по совершенствованию институционального и отраслевого регулирования для обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария развития рынка долевого ценного бумага в России и минимизации рисков	154
ЗАКЛЮЧЕНИЕ.....	196
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	197
ПРИЛОЖЕНИЕ А	209
ПРИЛОЖЕНИЕ Б	215

ПРИЛОЖЕНИЕ В.....	324
ПРИЛОЖЕНИЕ Г	356
ПРИЛОЖЕНИЕ Д.....	377
ПРИЛОЖЕНИЕ Е.....	397

ПЕРЕЧЕНЬ СОКРАЩЕНИЙ И ОБОЗНАЧЕНИЙ

В настоящем отчете о НИР применяются следующие обозначения и сокращения:

Русскоязычные обозначения и сокращения

МосБиржа	Московская Биржа
ЦБ	Центральный Банк Российской Федерации
МинФин	Министерство Финансов Российской Федерации
1П	Первое полугодие
ДКП	Денежно кредитная политика
МСП	Малые и средние предприятия
ИИ	Искусственный интеллект
США	Соединенные Штаты Америки
ОФЗ	Облигации Федерального Займа
СВО	Специальная военная операция
ММВБ	Московская межбанковская валютная биржа
МосБиржа	Московская Биржа
ВВП	Валовый внутренний продукт
РФ	Российская Федерация
ИИС	Индивидуальный инвестиционный счет
Физлица (ФЛ)	Физические лица
Млн	Миллион
Млрд	Миллиард
Трлн	Триллион
НИОКР	Научно-исследовательские и опытно конструкторские работы
ИТ	Информационные технологии
ПИФ	Паевой инвестиционный фонд
ЗПИФ	Закрытый паевой инвестиционный фонд
БС	Брокерские счета
НПФ	Негосударственные пенсионные фонды
ПФР	Пенсионный Фонд России
СК	Страховые компании
УК	Управляющая компания
НАУФОР	Национальная ассоциация участников фондового рынка
БРИКС	Межгосударственное объединение (Бразилия, Россия, Индия, Китай, ЮАР)
ЦФА	Цифровые финансовые активы

КПЭ	Ключевые показатели эффективности
НДФЛ	Налог на доходы физических лиц
<i>Иностранные обозначения и сокращения</i>	
IPO	Первичное размещение акций на рынке акций
SPO	Вторичное размещение акций на рынке акций
Free Float (FF)	Свободно обращающийся капитал на рынке акций
EPS	Прибыль на одну акцию
P/E	Соотношение рыночной цены акции к прибыли на акцию
(Pre)Seed	Стадия венчурного инвестирования
MSCI World	Morgan Stanley Capital International - индекс, отражающий производительность акций крупных и средних компаний из 23 развитых стран
MSCI EM	Индекс, отражающий производительность акций компаний из 23 развивающихся стран
RVI	Индекс, измеряющий уровень волатильности финансовых активов на российском рынке акций
VIX	Показатель, отражающий волатильность индекса S&P 500
USD	Доллар США
RUB	Российский рубль
CAGR	Совокупный среднегодовой темп роста
S&P500	Индекс рынка акций США, включающий акции топ-500 по капитализации компаний
OECD	Организация экономического сотрудничества и развития
AUM	Активы под управлением
LTIP	Долгосрочная система мотивации для сотрудников
Forbes 100	Рейтинг Forbes 100 крупнейших компаний в России по показателю чистая прибыль
Deep-tech	Глубокие технологии - стартапы, разрабатывающие инновационные решения на основе значительных научных достижений

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность исследования определена отсутствием прогнозов или гипотез средне- и долгосрочного горизонта, в том числе факторного средне- и долгосрочного анализа и оценки перспектив эволюции рынка акций в новой геополитической и экономической конъюнктуре на фоне продолжающегося бума IPO/SPO на рынке акционерного капитала и в консенсусной уверенности в дальнейшем его росте.

Объектом научно-исследовательской работы выступает российский рынок акций, как инфраструктурный элемент государственной политики.

Целью научно-исследовательской работы стало выявление трендов, драйверов и сценариев развития рынка акций в России в современных экономических условиях на горизонте до 2030 года.

Ввиду того, что в моменте основная поддерживающая рост рынка сила – розничные инвесторы, отдельное внимание в работе было уделено исследованию рациональности их поведения при принятии инвестиционных решений, его влиянию на эволюцию рынка акций и риски, а также дана оценка необходимости изменения регулирования (стимулирования) розничных инвесторов на российском рынке долевых ценных бумаг.

Кроме того, была проверена гипотеза о среднесрочном развитии программ долгосрочной мотивации персонала компаниями-эмитентами в форме выпускаемых ими акций, традиционно используемых компаниями для стратегического управления и эффективного управления человеческим капиталом, с оценкой качества (положительное/отрицательное) и степени влияния этого фактора на рост рынка акций.

Для реализации поставленной цели были выполнены следующие работы:

- Анализ рынка акций, выпусков акций за период 2015-1П2024гг, и как результат, выявлены долгосрочные факторы роста.
- Разработан аналитический расчет free float по всем акциям, котирующимся на Московской Бирже, как представлено в разделе 1.3. Данный расчет может применяться и в будущем.
- Разработана методика и проведено качественное и количественное исследование поведения инвесторов-физических лиц при принятии ими инвестиционных решений.
- Построены эконометрические модели и сценарии развития российского рынка долевых ценных бумаг в России на горизонте до 2030 года, описаны артефакты эволюции рынка, профили эмитентов и инвесторов, а также риски, включая оценку их изменения при реализации разработанных сценариев. При апробации модели были использованы результаты проведенного анализа российского рынка долевых ценных бумаг и поведения розничных инвесторов.

- Проведено анкетирование компаний-эмитентов и потенциальных эмитентов по вопросам выпуска (в т.ч. планируемого) акций для использования в системах вознаграждения работников, систематизированы и интерпретированы результаты, проведено моделирование влияния факторов выпуска в наиболее вероятных разработанных сценариях развития рынка акций.

- Проведен опрос экспертов рынка капитала, а также кабинетные исследования лучших практик зарубежных рынков капитала и, как результат, разработаны рекомендации по снятию барьеров для обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария развития рынка долевых ценных бумаг в России и минимизации рисков.

В процессе исследования использовались общенаучные методы исследования, а также методы эконометрического моделирования, системный подход, методы статистического и сравнительного анализа, методы сбора первичной экономической информации, включая анализ официальных статистических данных и прочих открытых источников информации, социологические методы и методы экспертного оценивания.

Информационной базой исследования послужили официальные статистические данные и публичные исследования Росстата, Центрального Банка России, Московской Биржи, Организации экономического сотрудничества и развития (OECD), Всемирного банка (The World Bank), материалы справочно-правовых систем «Гарант» и «КонсультантПлюс», научная электронная библиотеки КиберЛенинка, ResearchGate, разработки российских и зарубежных экономистов, аналитические данные, опубликованные в научной литературе и периодической печати, ответы в результате анкетирования физических лиц, компаний и экспертов, а также собственные исследования и подсчёты авторов.

В ходе исследования получены результаты, содержащие *научную новизну*:

- Научная новизна эконометрического метода исследования рынка определяется структурой авторегрессионной модели с распределенными лагами, которая позволяет объяснять уровень капитализации рынка акций приростами номинального ВВП, средней долгосрочной ставки ОФЗ, среднегодового объема торгов акциями, денежной массы, стоимости активов банковского сектора, обменным курсом доллара, а также влиянием неблагоприятных событий (санкции 2014 года, пандемия 2020 года, начало СВО на Украине в 2022 году).

- Была разработана методология массового опроса физических лиц, в результате которой была получена наиболее полная картина поведенческих характеристик, включающая как существующих инвесторов, так и потенциальных и неинвесторов. Также

был проведен сквозной анализ и сравнения разных групп, в результате чего были выявлены уникальные взаимосвязи и паттерны.

- В рамках формирования точек входа для массового опроса физических лиц была создана уникальная база для опроса, в основе лежали клиенты системно значимых банков и Биржи, что позволило получить качественные ответы с хорошим откликом (0.6%-1%), а также удалось собрать порядка 11 тысяч анкет, что позволяет с достаточным основанием полагаться на результаты опроса. Целесообразно повторять опросы по методологии в будущем для выявления динамики и для оценки эффективности применяемых маневров в регулировании, направленных на развитие рынка акций.

- Была разработана методология онлайн опроса крупных компаний, в результате которой удалось эффективно подтвердить исследуемые гипотезы, а также выявить основные мотиваторы и барьеры для выхода на рынок акций.

- Использование перекрестного метода выявления проблематик и идей, посредством синхронизации методологии опроса разных участников рынка акций (инвесторы, эмитенты, эксперты), в результате чего основательность суждений была максимизирована.

- Инновационный подход к структурированию исследования позволил получить наиболее полный материал, охватывающий все аспекты российского рынка акций за рассматриваемый период, а также всестороннее сравнение с основными зарубежными рынками капитала, что дало полную картину и наиболее точные выводы. Также этот материал может стать основой для формирования дополнительных исследовательских задач.

1 Аналитический обзор динамики развития российского рынка акций в 2015-1П2024 гг., включая оценку поведения розничных инвесторов и долгосрочных факторов роста этого рынка

1.1 Аналитический обзор российского рынка акций в 2015-1П2024 гг., обзор динамики капитализации рынка акций и основных факторов, влияющих на капитализацию

Для любого государства с рыночной экономикой характерно наличие финансового рынка как инфраструктурного элемента государственной политики, что при качественном управлении позволяет наращивать уровень жизни граждан, увеличивая инвестиционную привлекательность страны, в том числе для иностранных инвесторов. Рынок капитала, в свою очередь, является важнейшим элементом финансового рынка и одним из ключевых источников частных финансов в рыночной экономике.

Фондовый рынок представляет собой совокупность финансовых отношений, возникающих между эмитентами, инвесторами и инфраструктурой рынка. Его основная роль состоит в перераспределении свободных денежных ресурсов, от тех, кто ими располагает - инвесторами, тому, кто в них нуждается – эмитентам ценных бумаг. Такой подход помогает перераспределять ресурсы в наиболее перспективные, что способствует развитию всей экономики в целом. Инвесторы могут зарабатывать на изменчивости курсов ценных бумаг и получать доход в виде дивидендов, а эмитенты получать необходимый им капитал.

Состояние рынка капитала оценивают при помощи ряда ключевых показателей:

- капитализация рынка ценных бумаг и биржевые индексы акций;
- оборот фондового рынка – динамика оборотов показывает рост или падение интереса к фондовому рынку;
- количество и структура участников рынка.

Основными фундаментальными факторами, используемыми при оценке долгосрочного потенциала, являются:

- внутренняя и внешняя политика;
- экономические показатели;
- правовая среда, эффективность судебной и правозащитных систем;
- научно-технический прогресс и другие.

Экономические показатели и степень развития научно-технического прогресса обеспечивают размер окупаемости инвестиций. Правовая среда, эффективность судебной и правозащитных систем гарантируют безопасность вложений. Внешняя и внутренняя политика должна реализовывать инициативы по достижению экономических

показателей, высоких темпов научно-технического прогресса, стабильной правовой среды, справедливой правозащитной и судебной системы. Из всех вышеперечисленных показателей и факторов различные информационные агентства формируют и оценивают инвестиционные рейтинги фондовых бирж, которые могут иметь сильное влияние на формирование мнения о привлекательности той или иной фондовой биржи. Внутренние и внешние инвесторы должны быть уверены, что в течение длительной перспективы с их деньгами ничего не случится, что их вложения будут в безопасности, что их инвестиции окупятся в соответствии с ожиданиями или даже превзойдут их.

История фондового рынка России

История российского фондового рынка уходит во времена Российской империи, но, по сути, он приобрел форму свободного рынка, как следствие перехода экономики из плановой в рыночную, с выделением ценных бумаг и финансовых инструментов как самостоятельных гражданских прав, с формированием профессиональных участников рынка, начиная с 1990х годов.

Период с 1990-2010 годов включал в себя такие яркие эпизоды, существенно влияющие на развитие фондового рынка, как:

- Создание Московской Межбанковской Валютной Биржи (ММВБ) в 1992 году, при этом на рынке функционировало более 20 фондовых бирж;
- Массовая приватизация посредством ваучерной системы в 1992 году;
- Создание первого регулятора фондового рынка в лице Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам (ФКЦБ) в 1993 году;
- В 1995 году была создана фондовая биржа РТС и были запущены электронные торги;
- Кризис фондового рынка 1998 года, в результате цены на российские акции оказались дешевле, чем при приватизации. Этот кризис унес с рынка большинство биржевых структур, на рынке остались 2 основные биржи - Московская Биржа и РТС;
- Введение процедуры листинга ценных бумаг в 1999 году, в результате на рынке остались только надежные эмитенты;
- К 2001 году российский фондовый рынок постепенно вышел из кризисного состояния. Этому способствовали следующие факторы: укрепление законодательства в области фондовой торговли, рост цен на нефть, реструктуризация внутреннего и внешнего госдолга;
- Пересмотр налогового законодательства в поддержку рынка капитала в 2002 году;
- Начало торговли еврооблигациями в 2002 году на ММВБ;

- Очередной кризис 2008 года;

Основные вехи в период с 2011-2014 годы:

- объединение бирж РТС и ММВБ и создание Московской Биржи, в результате чего существенно удалось перенести ликвидность по ценным бумагам российских компаний с внешних рынков на российский в 2011 году;
- Создание центрального депозитария в 2013 году;
- Передача ЦБ полномочий регулятора;
- IPO акций Московской Биржи в 2013 году;
- Кризис 2014 года, в результате наложения санкций, в связи с присоединением Крыма.

Наше исследование затрагивает период, начиная с 2015 года до первого полугодия 2024 года

Этот период начался с кризисного 2014 года, когда российский рынок акций столкнулся с серьезными трудностями, вызванными экономическими санкциями и политической нестабильностью. Капитализация рынка упала на 8,6%, составив 23,2 трлн руб., что эквивалентно 33% ВВП. Прямые иностранные инвестиции упали на 70%. Наблюдалось сокращение эмитентов на 7% до 254 компаний. **При этом около половины суммарного оборота акций российских компаний приходилось на зарубежные биржи.**

Индекс МосБиржи (IMOEX) и индекс РТС (RTSI) - ценовой, взвешенный по рыночной капитализации (free-float) композитный индекс российского фондового рынка, включающий наиболее ликвидные акции крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов, представленных на Московской бирже, рассчитываемые в рублях и долл. США соответственно. За исследуемый период данный индекс основывался на ценах акций порядка 50 компаний (на конец 2023 года 42 компании). База Индекса пересматривается раз в квартал. Определяющими факторами являются рыночная капитализация и ликвидность акций, а также значение коэффициента free-float и отраслевая принадлежность эмитента. Начальное значение Индекса составляет 100 пунктов. [1,2,3]

Индекс RVI — это индекс волатильности российского рынка, применяется с ноября 2013 года. По принципу расчета он похож на американский индекс волатильности VIX, который инвесторы часто называют «индексом страха». Рост его значения показывает возрастающую неуверенность инвесторов либо в уровнях цен, либо в движении рынка. Чем выше индекс, тем больше инвесторы опасаются по поводу стабильности рынка. Резкий рост индекса RVI наблюдается обычно при резком снижении индекса РТС, а стало быть, и котировок акций, включенных в индекс. Прохождение пика и снижение RVI обычно сопровождается возвратом к росту индекса РТС.

Индексы MOEX и РТС демонстрировали рост и максимальные значения в период 2020-2021 годов и их соотношение друг с другом объясняется изменением курсом рубля к доллару, так как MOEX выражен в рублях, а РТС в долларах США [7, 8].

Ниже мы приводим анализ основных изменений биржевых индексов акций и капитализации рынка акций за исследуемый период 2015-2024 года (рисунок 1.1).

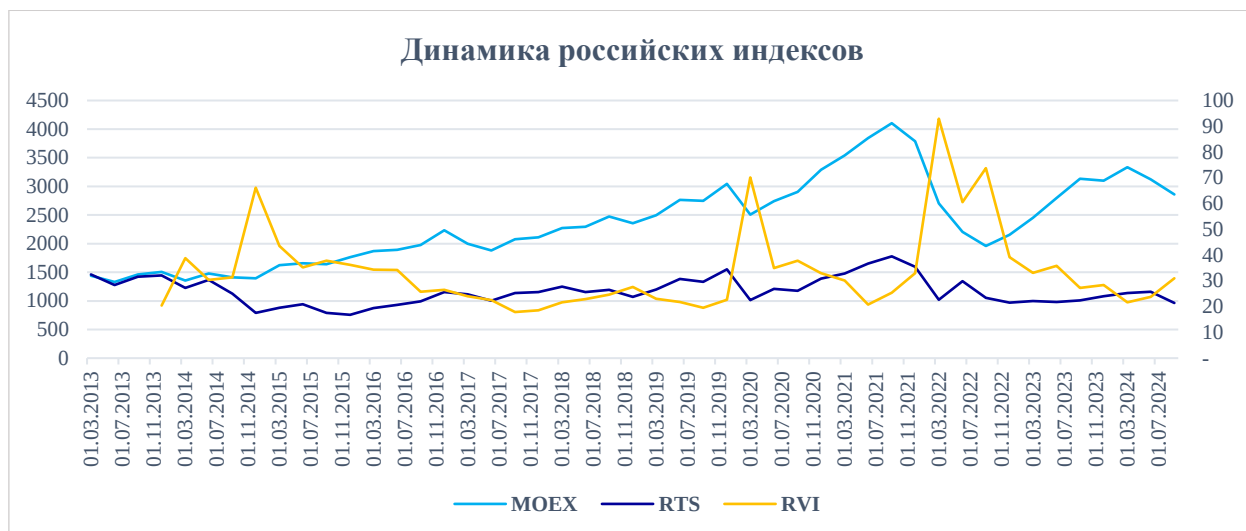


Рисунок 1.1 Динамика российских индексов

Волатильность российского рынка (RVI) на протяжении периода исследования была умеренной (значение $RVI < 30$), с несколькими периодами всплеска волатильности [4,5,6]:

- 16 декабря 2014 года индекс RVI достигал максимального значения — 121,41. В ноябре и декабре 2014 года на рынках наблюдалось значительное подорожание доллара с уровня $\text{₽}36$ до $\text{₽}70$ и выше. Индекс РТС обвалился с 1000 до 630 пунктов. Тогда скачок доллара и провал акций связывали с возможной необходимостью покупки валюты для погашения долга компаниями, подпавшими под санкции;
- К концу декабря 2014 года индекс RVI снизился до уровня 60 пунктов, а в марте 2015 ушел ниже уровня 50. Индекс РТС 16 декабря 2014 года падал до уровня 578,21, показав на закрытии значение 629,15 пункта. Но уже к маю индекс РТС вырос на 72%, достигнув 13 мая 2015 года локального пика 1082,21 пункта. Как видим, потребовалось около пяти месяцев, чтобы полностью отыграть падение рынка акций, после прохождения российским индексом страха пикового значения;
- В марте 2020 года индекс RVI вырастал до 129,05 пункта. Тогда на рынках наблюдались максимальные провалы котировок акций — инвесторы опасались последствий начавшейся пандемии коронавируса. К этому времени индекс РТС снизился на 49,5% от максимальной цены закрытия с начала года 20 января. К началу апреля 2020 года значение индекса RVI снизилось ниже 70, а к концу апреля — ниже 50 пунктов. Индекс РТС от минимального значения закрытия марта 832,26 (18 марта) поднялся к началу апреля

на 24%, а к началу мая — на 35%. К концу 2020 года рост индекса РТС относительно 18 марта составил 66%;

- В 2022 году индекс RVI достиг рекордных значений, в марте он достиг максимума в 169,96 пункта, что является самым высоким показателем с момента его создания в 2013 году, что было вызвано жесткими санкциями со стороны США и стран Европы, в результате СВО. К концу года он снизился до уровня 39 пунктов и в 2023 и 2024 годах оставался на уровне ниже 30 пунктов;

- Как видим, даже после прохождения таких пиковых значений RVI, какие наблюдались в декабре 2014 года, марте 2020 года и марте 2022 года, российский фондовый рынок возвращался к уверенному росту уже в течение нескольких месяцев.

В целом, динамика российских фондовых индексов демонстрирует корреляцию с движением индексов MSCI World и MSCI Emerging Markets до 2022 года, при этом темп роста MSCI World выше, чем у MSCI EM, включая Россию, особенно выраженно начиная с 2020 года [7, 8]. С начала 2022 года наблюдается снижение степени корреляции Индекса МосБиржи с мировыми индексами в результате изоляции российского рынка капитала вследствие жестких санкций (рисунок 1.2). Это также видно из сравнения динамики индексов волатильности RVI (PTC) и VIX (S&P 500) - в 2022 году индекс волатильности российского рынка акций существенно выше. В течение 2022 года наблюдалось 2 всплеска: первый в марте 2022 года, сразу после начала СВО, а второй в сентябре 2022 года, на фоне объявления массовой мобилизации. Уже в 2023 году RVI вернулся к нормальным значениям <30 пунктов (рисунок 1.3).

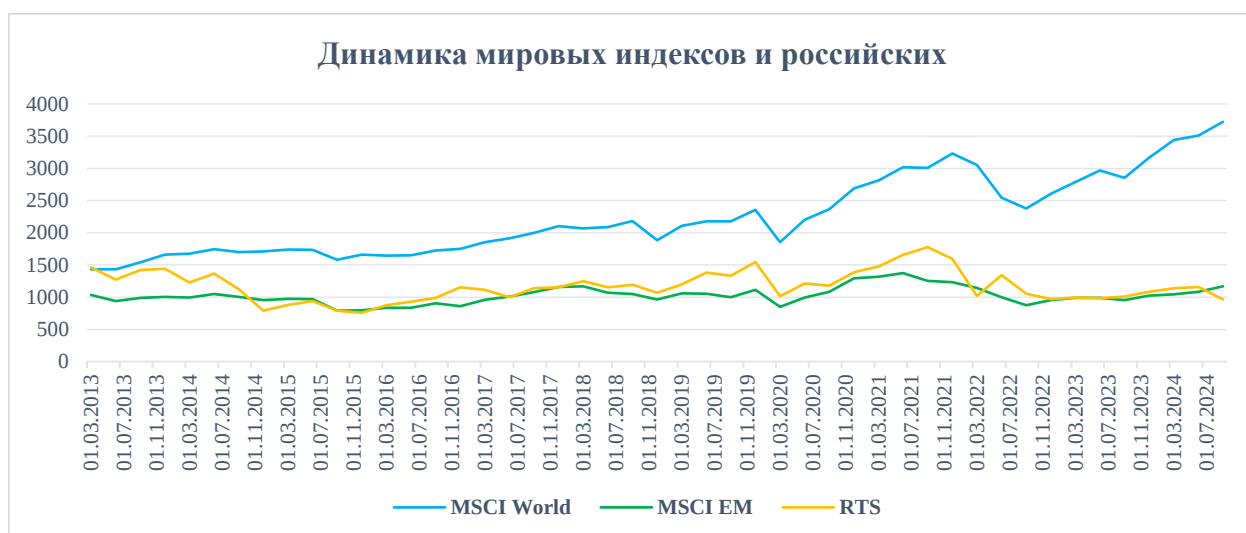


Рисунок 1.2 Динамика мировых и российских индексов

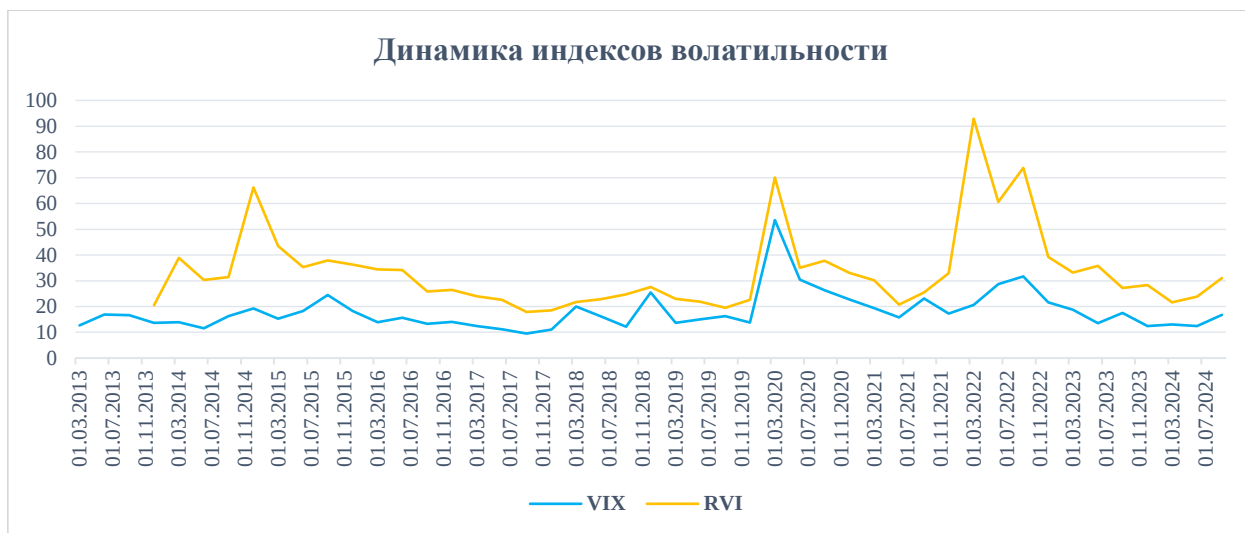


Рисунок 1.3 Динамика мирового и российского индексов волатильности

Динамика индекса MOEX во многих периодах показывает сильную зависимость от цены на нефть, особенно в 2015-2017 годы и в 2020-2021 годы, а также в 2023-2024 годы (рисунок 1.4) [7,8]. Это связано с большой концентрацией (>50%) нефтегазовой отрасли в индексе MOEX. В 2022 году из-за сильного влияния санкций, а также изменения рынков сбыта и ценовой политики влияние изменения цен нефть было не значимым.

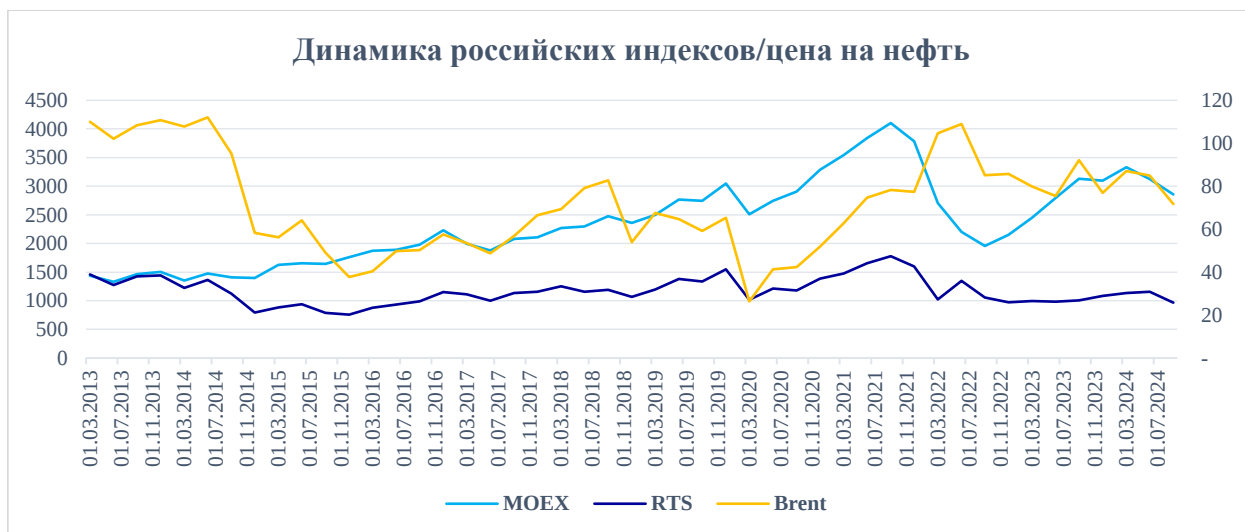


Рисунок 1.4 Динамика российских индексов и цены на нефть

Динамика Индекса МосБиржи MOEX демонстрирует сильную корреляцию с курсом USD/RUB, при этом корреляция с ценой на нефть слабая, как видно на рисунке 1.5.

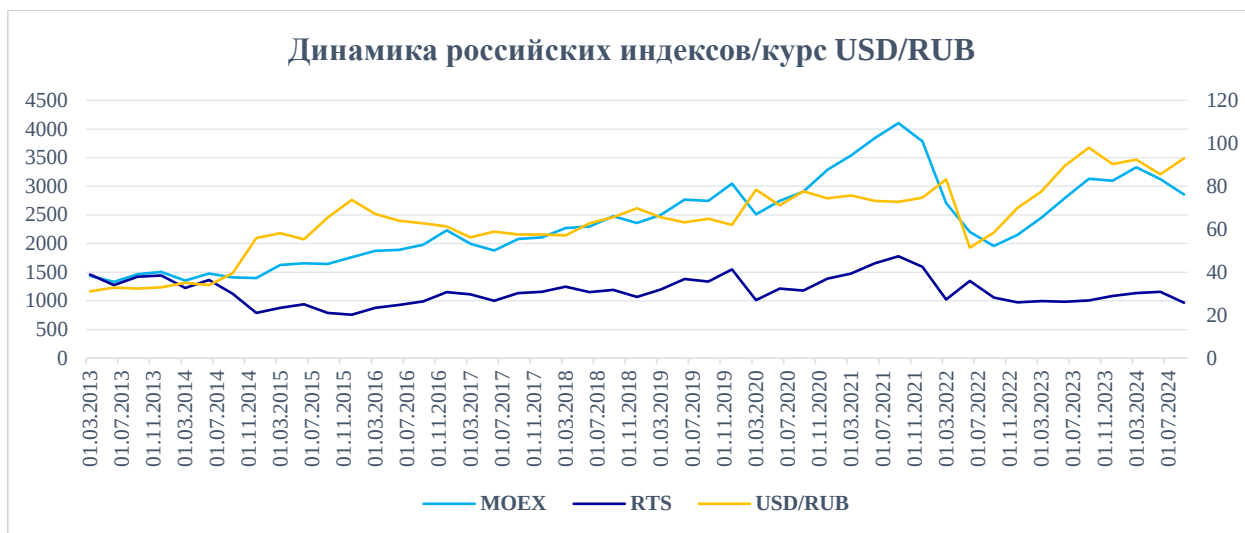


Рисунок 1.5 Динамика мирового и российского индексов волатильности

Одним из показателей, который можно использовать как индикатор развития фондового рынка страны, может выступать отношение рыночной капитализации компаний, торгующихся в биржевом периметре этой страны, к валовому внутреннему продукту (ВВП) этой страны [42]. Для оценки этого показателя по Российской Федерации (РФ) ориентировались на данные Московской биржи в части капитализации российских компаний и на данные Федеральной службы государственной статистики (Росстат) по годовому уровню ВВП в текущих ценах. Отношение рыночной капитализации на конец периода к годовому уровню ВВП РФ в текущих ценах за соответствующий период представлено в таблице 1.1. Прогнозное значение годового ВВП в текущих ценах на 9 месяцев 2024 года рассчитано исходя из прогнозного значения динамики валового внутреннего продукта (3,5-4%) и инфляции, декабрь к декабрю (6,5%-7%) из базового сценария Банка России [9].

Как можно наблюдать из данной таблицы, несмотря на то, что уровень рыночной капитализации по итогам 2023 года достиг 57 трлн руб., превысив значение 2020 года, отношение капитализации к ВВП по итогам 2023 года составило 33,1%, значительно скорректировавшись по сравнению с 2020 годом (47,8%) (рисунок 1.6) [10, 11, 13, 14].

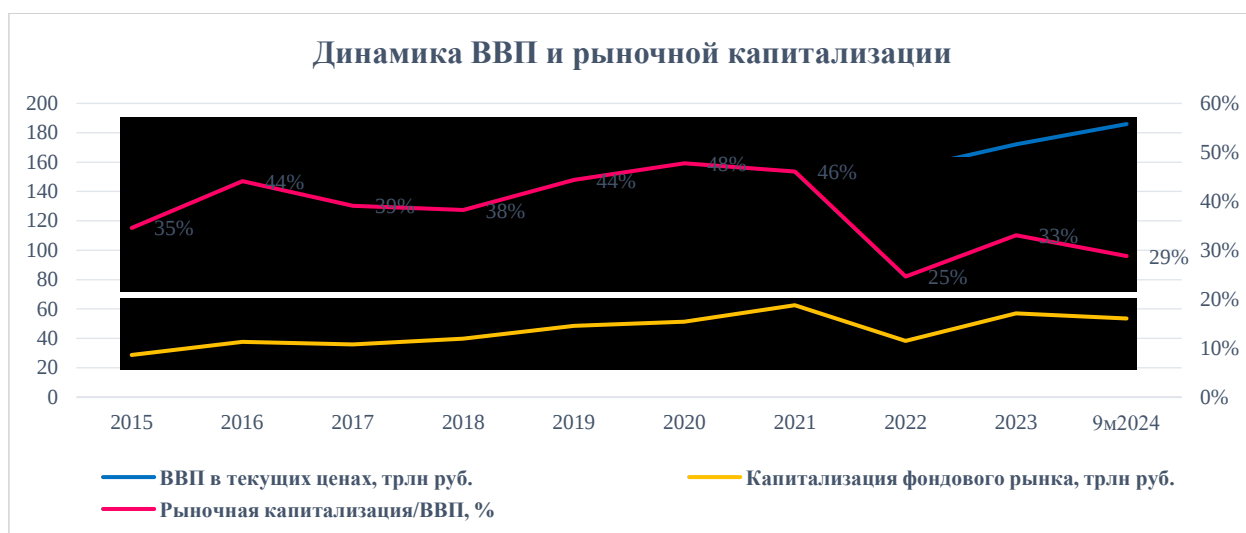


Рисунок 1.6 Динамика капитализации российского рынка акций, в трлн руб. и индекса Московской биржи

Таблица 1.1 Отношение рыночной капитализации к ВВП РФ

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	9м2024	CAGR 2015-2023
ВВП номинальный, трлн руб.	83,0	86,0	92,0	104,0	110,0	108,0	136,0	155,0	172,0	186,0	10%
ВВП прирост, %		3,6%	7,0%	13,0%	5,8%	-1,8%	25,9%	14,0%	11,0%	8,1%	
ВВП на душу населения, млн руб.	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,9	1,1	1,2	-	10%
Рыночная капитализация, трлн руб.	29,0	38,0	36,0	40,0	49,0	51,0	63,0	38,0	57,0	54,0	9%
Рыночная кап-я/ВВП, %	29%	49%	40%	35%	47%	47%	46%	23%	31%	29%	
Количество публичных компаний, шт.	216	222	214	198	203	201	197	190	192	205	
Инфляция, %	12,9%	5,4%	2,5%	4,3%	3,1%	4,9%	8,4%	11,9%	7,4%	8,6%	
Ключевая ставка, %	11,0%	10,0%	7,8%	7,8%	6,3%	4,3%	8,5%	7,5%	16,0%	19,0%	

Анализ основных трендов рынка акций за исследуемый период с 2015 года по первое полугодие 2024 года

Ниже представлен анализ основных событий и фактов, оказавших влияние на рынок капитала в рамках каждого года в течение исследуемого периода. Данный анализ призван выявить основные факторы, влияющие на рынок капитала в целом и капитализацию в частности. В данной части исследования мы опирались на информацию из СМИ, аналитических отчетов экспертов.

2015 год: пост кризисный год, постепенное восстановление

В 2015 году российский рынок акций показал смешанные результаты. Индекс МосБиржи вырос на 26,1%, достигнув уровень 1761,36 пункта. Сработал так называемый эффект низкой базы: в конце 2014 года цены акций большинства компаний упали

до многолетних минимальных значений, в тот момент игроки оценивали ситуацию на российском рынке как критическую (таблица 1.2). [16,17,18,19,20]

Таблица 1.2 Основные показатели по России в 2015 году

2015	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капита- лизация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфля- ция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	P/E
Показатель	83	29	29%	12,9%	11,0%	55	61	1690	865	6
Прирост з/г, %	5%	25%				-44%	59%	19%	-26%	

В 2015 году на российский рынок существенное влияние оказывали геополитические риски, падение цен на сырье, волатильность валютного рынка, а также ожидания ужесточения монетарной политики ФРС.

Введение экономических санкций повлияло на поведение иностранных инвесторов, отток иностранных инвестиций продолжился, а ликвидность рынка оставалась низкой из-за низкого уровня развития внутренних институциональных инвесторов. На этом фоне рынок IPO/SPO был достаточно сдержанным, было проведено 7 сделок и привлечено порядка 65 млрд руб. с существенным (>90%) участием иностранных инвестиционных фондов. Первый раз на рынок капитала вышли: НПК ОВК, МКБ, НКХП и Европлан. Среднее привлечение в рамках сделок IPO составило порядка 7 млрд рублей (120 млн долларов), самая крупная сделка составила 13,3 млрд рублей (219 млн долларов) - для более крупных сделок было недостаточно ликвидности на локальном рынке.

Внутренний рынок акций пока не опирался на потенциал массового частного инвестора. В 2014 году, после введения первой партии санкций против РФ, стало понятно, что уязвимым местом России является слабое развитие финансового рынка. Большую часть денежных средств государство и корпорации занимали за рубежом. При этом в России наблюдался рост средств, размещаемых физическими лицами на депозиты в банке, а активность на фондовом рынке была минимальной. С 2015 года российское законодательство в качестве поддерживающей меры отечественным частным инвесторам выпустило ряд поправок к законам для создания индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), в рамках которых можно совершать операции с ценными бумагами и получать налоговые преференции. Этот новый для России инструмент привлек на рынок большое количество мелких инвесторов, желающих увеличить свою доходность. Так, до конца 2023 года количество ИИС составило более 5 млн счетов.

2016 год: рост рынка, возвращение на международные рынки (евробонды) и крупные IPO/SPO

В 2016 году российский рынок акций демонстрировал рост, с увеличением общей капитализации на 32%. Также российские компании вернулись на международные долговые рынки, проведя успешные размещения еврооблигаций. Рынок IPO/SPO был

достаточно активным, объем сделок составил 120 млрд руб., включая очередной раунд приватизации АК "АЛРОСА" (10,9% акций) и продажу 20% акций Русснефти (таблица 1.3). [21,22,23,24,25]

Таблица 1.3 Основные показатели по России в 2016 году

2016	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	P/E
Показатель	86	38	49%	5,4%	10,0%	47	67	1955	935	9
Прирост з/з, %	4%	31%				-16%	9%	16%	8%	

Основные причины колебания рынка в 2016 году включали цена нефти, геополитическая напряженность, влияние турбулентности на внешних рынках, что сказывалось на активности иностранных инвесторов.

Иностранные инвестиции в Россию показали некоторую стабилизацию после резкого падения в предыдущие годы. Прямые иностранные инвестиции увеличились на 61%, при это Россия оставалась в числе стран с низким уровнем привлекательности для инвесторов из-за санкций и экономической нестабильности.

В 2016 году Санкт-Петербургская биржа, отвечая на многочисленные запросы инвесторов, наконец запустила механизм обеспечения доступа к мировой ликвидности по иностранным бумагам (S&P500), началась торговля американскими акциями. Аналогичный механизм торговли иностранными бумагами был запущен в августе 2020 года на Московской бирже. Это стало стимулом для привлечения локальных частных инвесторов на фондовый рынок в принципе.

2017 год: опять падение на фоне новых санкций и ухода мажоритариев с рынка

Российский фондовый рынок в 2017 году показал негативную динамику: индекс МосБиржи, за год снизился на 5,5% (до 2,1 тыс. пунктов), при том что индекс развивающихся рынков MSCI EM вырос на 32%. **Это было вызвано сокращением производства в нефтяной и электроэнергетической отраслях, а также новыми экономическими санкциями, что привело к уходу нерезидентов с рынка.** Эксперты связывают такое отставание в первую очередь с несбывшимися надеждами на улучшение российско-американских отношений после избрания Дональда Трампа президентом США в 2016 году. Котировки российских акций традиционно сильно коррелируют с ценой на нефть. Это неудивительно, учитывая значительный вес нефтегазовых компаний и в экономике, и в корзинах основных индексов. В 2017 году нефть Brent подорожала на 20%, однако укрепление рубля не позволило экспортерам показать сопоставимый рост прибыли. Одновременно с этим рост цен на нефть не транслировался в позитивную динамику располагаемых доходов населения, что было негативно для компаний, ориентированных на

внутренний рынок. Также в 2017 году были ряд выходов крупных акционеров, что привело к снижению котировок определенных бумаг (таблица 1.4). [26]

Таблица 1.4 Основные показатели по России в 2017 году

2017	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	92	36	40%	2,5%	7,8%	56	58	2028	1099	8
Прирост с/з, %	7%	-5%				20%	-13%	4%	18%	

При этом рынок IPO/SPO оживился на фоне выхода экономики РФ из рецессии, смягчения ДКП Банка России, восстановления цен на нефть и улучшения настроений на развивающихся рынках. Объем IPO подскочил до 2 млрд долл., рекордного уровня с 2011 года. Основным событием стало IPO на Лондонской бирже Группы EN+, в результате чего было привлечено 1,5 млрд долл. и выпущено дополнительно 18,8% капитала, 85% выпуска было куплено иностранными инвестфондами. При этом на локальном рынке IPO было привлечено порядка 500 млн долларов, самая крупная сделка - IPO компании Детский мир (18,4 млрд рублей или 315 млн долл.). Также состоялся ряд крупных SPO как на Лондонской, так и Московской Бирже, объем сделок составил порядка 2,1 млрд долл.

2018 год: санкции продолжаются, на рынке высокая волатильность

В 2018 году рынок акций пережил значительные колебания, вызванные, как внутренним, так и внешними факторами - новые санкции, затронувшие публичные компании, при этом, несмотря на волатильность, объем торгов акциями вырос на 18%, благодаря снижению процентных ставок и росту дивидендов (таблица 1.5). [27,28,29]

Таблица 1.5 Основные показатели по России в 2018 году

2018	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	104	40	35%	4,3%	7,8%	71	63	2334	1172	9
Прирост с/з, %	13%	11%				28%	8%	15%	7%	

В 2018 году ни одна отечественная фирма не вышла на фондовый рынок. По оценкам экспертов, компании откладывали размещение из-за недооцененности российских активов и ужесточения санкционной риторики.

2019 год: значительный рост рынка на фоне санкционной передышки, сильной экономики, смягчения ДКП и высоких дивидендов

В 2019 году рынок акций показал значительный рост, индекс МосБиржи вырос на 28,5%, и превзошел динамику ведущих мировых фондовых индикаторов. Можно констатировать, что локальный рынок акций сумел полностью преодолеть негативные последствия серьезного ухудшения внешнеполитического фона, которое началось еще в 2014 году (таблица 1.6). [30,31,32,33,34]

Таблица 1.6 Основные показатели по России в 2019 году

2019	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	110	49	47%	3,1%	6,3%	64	65	2716	1326	11
Прирост г/г, %	6%	23%				-11%	3%	16%	13%	

Основными драйверами роста капитализации стали: минимальный объем новых санкций (с части публичных компаний были даже сняты санкции), сильные макроэкономические данные и, как следствие, повышение суверенного рейтинга, смягчение ДКП. Это сопровождалось высоким интересом к рынку акций как иностранных, так и локальных инвесторов, на фоне глобального снижения ДКП и высокой дивидендной доходности (6,7%).

Дивидендная доходность российского рынка с 2014 года стабильно растет и превышает средние мировые показатели, находясь на уровне 7%, против, например, дивидендной доходности по S&P500 в размер 2% и 3-4% по развивающимся рынкам. За последние два-три года многие акционерные общества с государственным участием заметно увеличили размеры дивидендных выплат по требованию контролирующего акционера. Этому примеру последовали и независимые компании. Кроме того, весьма приятной для инвесторов практикой стало начало выплат многими эмитентами квартальных дивидендов. Все это в сочетании с механизмом индивидуальных инвестиционных счетов вызвало существенный рост интереса физических лиц к инвестированию в акции российских компаний. Можно сказать, что на локальном рынке акций наметилась видимая тенденция к "импортозамещению" иностранных инвесторов.

При этом российские активы уже много лет в среднем вдвое дешевле своих глобальных аналогов, например бразильских или восточноевропейских, поскольку иностранные инвесторы, доминировавшие на стороне спроса на рынке, воспринимают страну как более рискованную и слишком зависимую от внешних условий (санкций, цен на нефть).

В 2019 году активность на рынке IPO снизилась по всему миру. Количество первичных размещений было на 20% меньше, чем годом ранее. Связанная с IPO активность снизилась на фоне глобальных геополитических рисков: торговой войны между США и Китаем, протестов в Гонконге, вызванной Brexit неопределенностью в Европе. В 2019 году на российских торговых площадках не было проведено ни одного первичного размещения. Однако в 2019 году были случаи прихода российских компаний за капиталом на зарубежные рынки. Так, в мае сервис по подбору персонала HeadHunter разместил

депозитарные акции на бирже технологической NASDAQ. Компания направила на торги 32% ее капитала, рыночная капитализация рекрутингового сервиса составила 675 млн долл., а размер IPO — 220,1 млн долл.

2020 год: пандемия, шоки на всех рынках, бум частных инвесторов

COVID-19 стал важнейшим фактором для мировых рынков в 2020 году. В «черный понедельник 2020», 9 марта, котировки нефти обвалились почти на 30%, а индексы Dow, S&P500 и NASDAQ упали примерно на 7,5% каждый. На рынке установилась всеобщая паника. 12 марта, в «черный четверг», ситуация повторилась — тогда основные американские индексы упали на 10%. Всего от максимумов года фондовые индексы упали примерно на 30%. Во второй «черный понедельник 2020» (16 марта) S&P500 рухнул еще на 5%, а дна рынок достиг 23 марта — именно этот день является низшей точкой падения для множества инструментов фондового рынка в 2020 году (таблица 1.7). [35,36,37,38,39,40]

Таблица 1.7 Основные показатели по России в 2020 году

2020	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	108	51	47%	4,9%	4,3%	42	72	2864	1233	11
Прирост с/г, %	-2%	4%				-33%	12%	5%	-7%	

Российский рынок акций пережил значительные колебания из-за пандемии COVID-19. Несмотря на падение в начале года, вызванное паническими распродажами, к концу года рынок вырос на 7,98%. Пандемия коронавируса привела к падению котировок одних компаний и взлету других: акции компаний нефтегазового сектора показали существенное падение, в результате падения цен на нефть, а акции ритейлеров и золотодобывающей отрасли взлетели вверх. В 2020 г. глобальный ажиотаж IPO подстегнул к публичным размещениям и российский бизнес. Три компании – «Совкомфлот», ГК «Самолет», Ozon – сумели привлечь в том году 1,9 млрд долл. Российские биржи стали более интересными для компаний с точки зрения привлечения инвестиционного капитала. В 2020 г. активность на отечественном рынке IPO объясняется развитием российских торговых площадок, притоком инвесторов на биржи, а также возросшими объемами доступной ликвидности на фоне низких процентных ставок.

Вызванный пандемией кризис привел не только к падению цены на нефть и обвалу фондовых индексов, но и вызвал всплеск числа частных инвесторов на рынке, что способствовало росту ликвидности. Отчасти повышенный интерес к рынку капитала был вызван снижающимися ставками по депозитам, а также большим уровнем накоплений за период локдауна. Количество частных инвесторов на Московской бирже по итогам ноября 2020 года превысило 8 млн. С начала 2020 года прибавилось 4,2 млн человек — прирост числа клиентов оказался больше, чем суммарно за все предыдущие годы. По данным

НАУФОР, общая сумма средств, размещенных на брокерских счетах и счетах доверительного управления по итогам первых шести месяцев 2020 года, достигла 4 трлн руб. — это на 25% больше, чем в конце 2019 года.

2021 год: Крупные IPO, рекордный объём торгов, частные инвесторы выходят на первый план

В 2021 году российский рынок акций показал умеренный рост, с индексом МосБиржи, увеличившимся на 15,1%. Для сравнения: рост американских фондовых индексов за год составил от 20% (Dow Jones Industrial) до 28% (S&P500), европейские фондовые площадки прибавили по итогам года 6-28%; японский Nikkei 225 вырос почти на 5%, фондовый рынок Индии подорожал на 23%. Вместе с тем китайский индекс CSI 300 снизился за год на 3,8%, гонконгский Hang Seng - на 14,9%, бразильский Bovespa - на 12,5%. При этом в октябре 2021 года наблюдался исторический максимум индекса MOEX, когда индекс достиг уровня 4292 пункта (таблица 1.8). [41,42,43,44,45,46]

Таблица 1.8 Основные показатели по России в 2021 году

2021	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс MOEX, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	136	63	46%	8,4%	8,5%	71	74	3741	1597	11
Прирост $\frac{2}{2}$, %	26%	24%				67%	2%	31%	30%	

Основными факторами роста индекса МосБиржи стали повышение цен на нефть и газ, а также активное участие частных инвесторов, при этом дивидендная доходность не оказала значительное влияние на рост котировок. Объём торгов акциями достиг рекорда в 30 трлн руб., что на 25,5% выше 2020 года. Новым трендом в его развитии стало вовлечение в инвестирование в акции миллионов частных инвесторов, которые стали играть ведущую роль с точки зрения ликвидности и стабильности биржевого рынка акций.

2021 год был пиковым на всех рынках IPO в мире, российский рынок не был исключением. 2021 год для рынка акционерного капитала стал одним из самых успешных за последние 10 лет - российские компании и их акционеры привлекли около 3,8 млрд долл. в IPO. Всего в 2021 г. состоялось более 20 размещений, из них первичных было семь: Fix Price, EMC, Segezha Group, «Ренессанс страхование», Softline, CIAN и СПб биржа, которая разместила акции на собственной площадке.

В 2021 г. в России второй год подряд продолжался рост количества частных инвесторов на бирже и стоимости их активов. Число уникальных клиентов брокеров в России выросло с 8,8 млн в 2020 г. до 16,8 млн в 2021 г., или в 1,9 раза. Количество активных клиентов брокеров, совершавших хотя бы одну сделку в течение месяца, за аналогичный период выросло с 1,4 млн до 2,6 млн, или также в 1,9 раза. Количество индивидуальных

инвестиционных счетов (ИИС) физических лиц увеличилось с 3,5 млн до 4,9 млн, т.е. в 1,4 раза.

В 2020–2021 гг. поведение частных инвесторов в России соответствовало тенденциям на финансовых рынках США, Китая и Индии. Привлечению частных инвесторов на биржевой рынок ценных бумаг в России во многом способствовали новые технологии и низкие тарифы брокерских услуг, которые значительно упростили доступ частных лиц к биржевым сделкам с ценными бумагами.

2022 год: новый кризис рынка - резкое падение на фоне жестких санкций, уход иностранных инвесторов, их заменили локальные частные инвесторы

В 2022 году рынок акций пережил резкое падение, став одним из худших в мире. В начале года индекс МосБиржи упал на 43,1%. Падение началось после начала СВО и введения западных санкций, что привело к приостановке торгов и оттоку иностранных инвесторов. Объем торгов акциями, депозитарными расписками и паями составил 17,6 трлн руб. (30,0 трлн руб. в 2021 году). Среднедневной объем торгов – 69,5 млрд руб. (117,6 млрд руб. в 2021 году) (таблица 1.9). [47,48,49,50,51]

Таблица 1.9 Основные показатели по России в 2022 году

2022	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	P/E
Показатель	155	38	23%	11,9%	7,5%	98	68	2398	1140	13
Прирост с/г, %	14%	-40%				38%	-7%	-36%	-29%	

Провал 2022 г. стал одним из самых тяжелых в истории фондового рынка России. В какой-то момент падение индекса МосБиржи по сравнению с пиком составило почти 60%. Более мощный спад фиксировался только во время кризиса 2008 года, когда нижняя точка составляла менее трети в сравнении с предкризисным пиком. Несмотря на восстановление в конце года, рынок оставался под давлением геополитических рисков и экономической неопределенности.

Обострение геополитической обстановки в начале 2022 г. негативно отразилось на деловой активности во всем мире, в том числе на рынке IPO. Заметнее всего спад оказался на рынках США и Европы, где годом ранее наблюдался бурный рост. Российский рынок IPO завершился на низкой ноте, с единственным размещением Whoosh, которая привлекла 2,1 млрд руб. В условиях экономической нестабильности и международных санкций, активность на рынке значительно снизилась.

Одним из факторов, влиявших на фондовый рынок РФ в 2022 году, стал массовый исход нерезидентов, которые в прошлом часто доминировали на российских биржах. Но им нашлась смена в лице отечественных розничных инвесторов. В 2022 году число физлиц,

имеющих брокерские счета на Московской бирже, выросло на 6,1 млн человек, или более чем на 35%. Таким образом, тренд, связанный с массовым выходом россиян на биржу, только усилился. И через год индекс существенно восстановился, показав максимум в августе 2023 года на уровне 3227 пунктов. Мощное, но не долгое падение и возврат к докризисным значениям, уже с новой структурой спроса. Доля физлиц на рынке акций и вовсе достигла 80%: нечастое явление в мире биржевых рынков (китайский показатель, кстати, близок).

Эффект возникает двойственный: с одной стороны, доминирование институциональных инвесторов придает биржевой торговле большую надежность, с другой — мелкие частники сглаживают волатильность, продавая акции, когда они растут, и покупая — когда снижаются. Особенно ярко это выглядит в ситуации, когда после выплаты дивидендов мелкие игроки вновь скупают на полученные средства акции, обеспечивая рост даже в сложный период. Средняя дивидендная доходность рынка в целом остается привлекательной (около 8%). Более того, в условиях отсутствия нерезидентов из недружественных стран (ликвидность) фактор реинвестирования крупных дивидендов российских эмитентов частными инвесторами стал более важен для динамики котировок акций. Росту котировок также помогает слабый рубль, который повышает интерес к акциям экспортеров.

2023 год: рынок восстановился, адаптация к санкциям, редомициляция, бум ИРО, высокие дивиденды, замедление роста на фоне ужесточения ДКП

В 2023 году российский рынок акций восстановился, став одним из лидеров роста среди ведущих индексов мира. Индекс МосБиржи вырос на 43,9%, почти полностью отыграв падение предыдущего кризисного года, однако вернуться к историческому максимуму (14 октября 2021 года на уровне 4292 пункта) ему пока не удалось (таблица 1.10). [52,53,54,55,56,57,58,59,60]

Таблица 1.10 Основные показатели по России в 2023 году

2023	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	172	57	31%	7,4%	16,0%	82	86	2832	1035	6
Прирост 2/2, %	11%	50%				-16%	26%	18%	-9%	

В целом восстановлению индекса МосБиржи в 2023 году, помимо слабости рубля и роста цен на нефть, помогли дальнейшая адаптация компаний к санкционным условиям, процессы редомициляции и выплата многими эмитентами дивидендов, которые стали значимым позитивным фактором для всего рынка. Сдерживающим фактором стало ужесточение ДКП и как результат повышение ключевой ставки несколько раз до уровня 16%.

В течение года наблюдался рекордный рост котировок, индекс рос восемь месяцев подряд — это самая долгая серия роста ключевого индикатора рынка акций за всю историю. При этом в последнем квартале 2023 года рост приостановился, на фоне ужесточения ДКП и начала перетока в инструменты денежного рынка.

Количество частных инвесторов увеличилось до 29,2 млн человек, их доля составила 76% от объема торгов. Среди причин роста количества частных инвесторов аналитики называют большой выбор инвестиционных инструментов и их привлекательную доходность по сравнению с классическими банковскими продуктами, а также развитие мобильных приложений для инвестиций и расширение предложения доступной аналитики.

2023 стал годом становления рынка IPO, впервые на рынок акций вышли 7 компаний, объем привлечения составил 30 млрд руб., на рынке ощущался дефицит предложения, каждое размещение было встречено с большим спросом, были существенные переподачи со стороны частных инвесторов, при этом доля частных инвесторов была существенной (50%-100%). Рыночная капитализация выросла на 0,5 трлн руб., благодаря новым размещениям.

Редомициляция

После введения санкций Евросоюза против российского Национального расчетного депозитария (НРД) некоторые российские компании столкнулись с невозможностью выплаты дивидендов российским акционерам.

В 2023 году многие компании, ведущие бизнес в России, решили сменить место регистрации для снижения рисков, связанных с иностранной юрисдикцией. Компании начали перерегистрацию юридического лица в дружественную или российскую юрисдикцию, а именно в специальных административных районах (САР) Калининградской области (остров Октябрьский) и Приморского края (остров Русский). Только за первое полугодие 2023 года в САРы переехало 87 компаний.

Первое полугодие 2024 года: бум IPO продолжается, частные инвесторы очень активны, падение котировок на фоне жесткой ДКП, исторически низкие Р/Е

В 2024 году российский рынок акций столкнулся с трудностями, начиная с мая, когда начался нисходящий тренд. Индекс МосБиржи упал на 18,86% к сентябрю 2024 года. Из 235 акций 196 подешевели (таблица 1.11). [61,62,63,64,65,66,67]

Таблица 1.11 Основные показатели по России в 2024 году

9м2024	ВВП номин., трлн руб.	Рыночная капитализация, трлн руб.	Рыночная кап-я/ ВВП, %	Инфляция, %	Ключевая ставка, %	Средняя цена на нефть, долл.	Курс доллар/ рубль	Индекс МОЕКС, пт	Индекс РТС, пт	Р/Е
Показатель	186	54	29%	8,6%	19,0%	80	92	3033	1046	6
Прирост 2/2, %	8%	-5%				-3%	7%	7%	1%	

Основные факторы - санкционное давление и высокая ключевая ставка, которая выросла до 19%. Новые санкции коснулись финансового сектора, затронув часть банков второго эшелона, а также привнесла более жесткую риторику в части вторичных санкций. Одним из важных факторов, сдерживающих рост индекса MOEX — высокие рублёвые процентные ставки. Облигации, фонды денежного рынка и депозиты начали активно оттягивать на себя средства инвесторов, которые могли бы пойти на покупку акций. Высокие ставки также давят на маржинальность многих компаний. Согласно прогнозу аналитиков, если исключить экспортёров, чьи доходы в значительной степени связаны с ценами на сырьё, то финансовые результаты большинства компаний Индекса МосБиржи во II полугодии 2024 года ухудшатся или их рост замедляется.

При этом мультипликатор P/E по акциям Индекса МосБиржи на конец III квартала 2024 года составил 3,7х — это на 38% ниже среднего значения с 2013 года. Дисконт избыточен, даже с учётом высоких процентных ставок.

При этом рынок IPO продолжил быть очень активным, по следам успешных размещений 2023 года, а также на фоне затянувшейся жесткой ДКП и высоких % ставок, многие компании, особенно с высокой долговой нагрузкой, стали стремиться на рынок акций. Спрос же при этом, начиная со второй половины 2024 года, стал снижаться, отчасти в силу перетока инвесторов на денежный рынок, а также в результате получения частными инвесторами реального опыта инвестирования, которого не имелось ранее. По мере знакомства физических лиц с IPO к ним приходит понимание того, что первичное размещение не всегда связано с высокой доходностью сразу после его окончания, и их интерес снижается. В течение года состоялось более 12 первичных размещений, общий объём привлечения составил 77,5 млрд руб. Рыночная капитализация при этом увеличилась на 0,7 трлн руб. В первой половине года доля физических лиц оставалась очень высокой (50%-100%), во второй половине года значительно снизилась (<20%).

Сравнение с другими странами

В рамках нашего аналитического обзора мы провели исследование ряда стран с развитым (США, Япония, Южная Корея, Германия) и развивающимся рынком капитала (Китай, Индия, Индонезия, Турция, Бразилия) (Приложение А). Мы также углубились в специфику рынка капитала Ирана, на фоне мнений экспертов, что данный рынок может быть показательным для российского рынка капитала, в результате схожей санкционной повестки. Выбранные страны представляют существенную долю (71% от капитализации) мирового рынка капитала [12].

На рисунке 1.7 и таблице 1.12 представлено сравнение с развитыми странами по динамике отношения рыночной капитализации к ВВП за период 2015-2023 гг. Как видно из

графика, показатель капитализация/ВВП России ниже показателя рассматриваемых развитых стран, по сравнению с Германией разница незначительная, однако кратно ниже по сравнению с Южной Кореей, Японией и США. Среди развитых стран только у Японии данный показатель улучшился по сравнению с 2020-2021 гг., тогда как у большинства стран были пиковые значения.

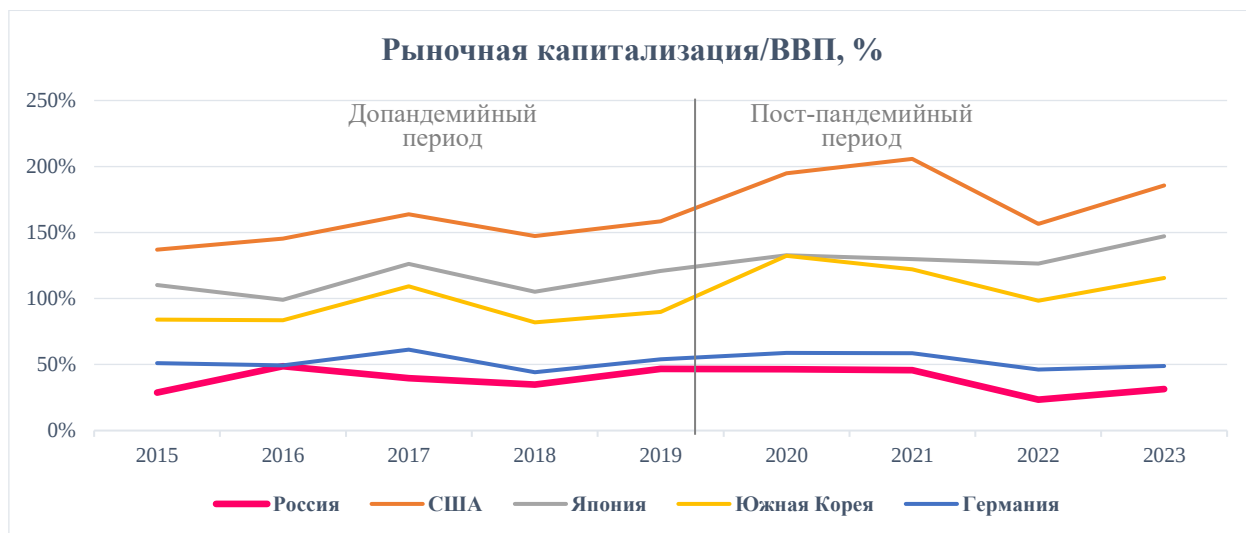


Рисунок 1.7 Динамика отношения капитализации к ВВП по развитым странам и России за 2015-2023 гг.

На рисунке 1.8 и в таблице 1.12 представлено сопоставление показателей развивающихся стран за аналогичный период.

Остальные развивающиеся страны преимущественно демонстрировали уровень капитализации к ВВП ниже 100%, пиковые значения капитализации к ВВП пришлись на 2020–2021 годы, и только Индия и Индонезия сумели улучшить данный показатель к 2023 году. Россия на протяжении 2015–2023 годов показывала значения ниже медианы среди развивающихся стран, находясь на уровне с показателем Индонезии и опережая показатели Турции, при этом разрыв со всеми странами увеличился после 2022 года. Необходимо отметить определенную корреляцию с динамикой показателя капитализации к ВВП в Китае. В то же время Индия с 2021 года заметно повысила рыночную капитализацию относительно ВВП, достигнув 124% в 2023 году. В долгосрочной перспективе Индия планирует дальнейший устойчивый рост ВВП (до 10 трлн долл. США к 2035 году) и рыночной капитализации (до 15 трлн долл. США к 2035 году), с целью повышения соотношения капитализации к ВВП до 150%.

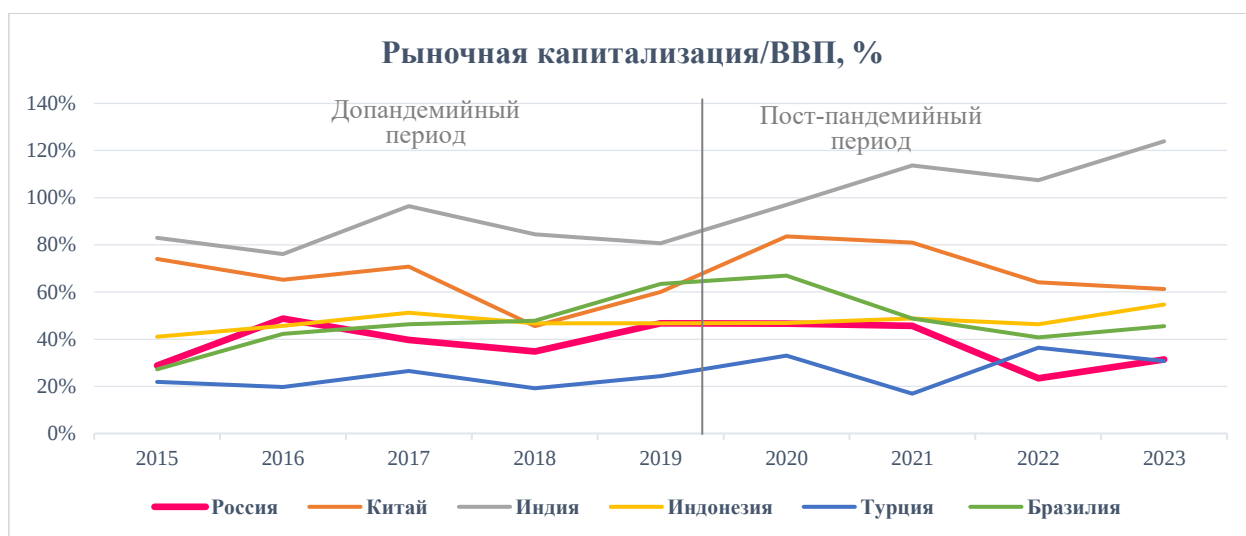


Рисунок 1.8 Динамика отношения капитализации к ВВП по развивающимся странам и России за 2015-2023 гг.

Таблица 1.12 Динамика отношения капитализации к ВВП по странам и России за 2015-2023 гг.

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Россия	29%	49%	40%	35%	47%	47%	46%	23%	31%
Медиана	84%	84%	109%	82%	90%	132%	122%	98%	116%
США	137%	145%	164%	147%	158%	195%	206%	157%	186%
Германия	51%	49%	61%	44%	54%	59%	59%	46%	49%
Япония	110%	99%	126%	105%	121%	133%	130%	126%	147%
Ю. Корея	84%	84%	109%	82%	90%	132%	122%	98%	116%
Медиана	35%	47%	49%	46%	53%	57%	49%	43%	50%
Китай	74%	65%	71%	46%	60%	84%	81%	64%	61%
Индия	83%	76%	96%	84%	81%	97%	114%	107%	124%
Бразилия	27%	42%	46%	48%	63%	67%	49%	41%	46%
Индонезия	41%	46%	51%	47%	47%	47%	49%	46%	55%
Турция	22%	20%	26%	19%	24%	33%	17%	36%	31%
Иран	22%	22%	22%	52%	137%	642%	420%	390%	426%

В таблице 1.13 представлено сравнение рыночной капитализации к ВВП за 2023 год с другими показателями стран, включая ВВП на душу населения, инфляцию, актуальную ключевую ставку и кредитный рейтинг [12, 15].

Таблица 1.13 Показатели по странам и России за 2023-2024 гг.

	Рыночная капита- лизация/ ВВП 2023, %	Кол-во эмитен- тов, шт.	ВВП в текущих ценах, трлн долл.	Рыночная капита- лизация 2023, трлн долл.	ВВП на душу 2023, тыс. долл.	Инфляция 2023, %	Ключевая ставка 2023, %	Кредитный рейтинг S&P 2024	Кол- во ФЛ инвес- торов, млн чел.	P/E
Россия	31%	205	2	0,6	13,8	7,40%	16,00%	-	30	6/макс 13
Развитые	116%									
США	186%	4600	27,4	50,8	81,7	4,10%	5,50%	AA+	102	22
Германия	49%	430	4,5	2,2	52,7	5,90%	4,50%	AAA	12	16
Япония	147%	3800	4,2	6,2	33,8	3,30%	-0,10%	A+	74	21
Ю. Корея	116%	2800	1,7	2,0	33,1	3,60%	3,50%	AA	14	15
Разви- вающиеся	50%									
Китай	61%	5400	17,8	10,9	12,6	0,20%	2,65%	A+	200	14
Индия	124%	7500	3,6	4,4	2,5	5,60%	6,50%	BBB-	95	25
Бразилия	46%	360	2,2	1,0	10,0	4,60%	11,75%	BB	5	10
Индонезия	55%	730	1,4	0,8	4,9	3,70%	5,75%	BBB	12	12
Турция	31%	480	1,1	0,3	13,0	53,90%	42,50%	B+	8	10
Иран	426%	550	1,7	4,5	6,3	6,10%	18,00%	-	50	-

- Верхнеуровневый анализ стран с развитой экономикой показывает, что у большинства стран (кроме Германии) развит рынок капитала: с высоким количеством компаний, с мультипликатором P/E существенно выше, чем на рынке развивающихся стран, и соотношением капитализации рынка акций к ВВП выше 100%. При этом российский рынок капитала развит в меньшей степени, чем рынки капитала развитых стран, кроме Германии, где количество эмитентов и показатель отношения капитализации к ВВП сопоставимы.

- Верхнеуровневый анализ стран с развивающейся экономикой показывает более разнородную картину степени развития рынков капитала. Сравнение показателей рынков капитала стран с похожим уровнем благосостояния населения на основе показателя ВВП на душу населения, выявляет 3 рынка капитала - Китай, Бразилия и Турция, у которых показатель доли капитализации к ВВП сопоставим с уровнем этого показателя на российском рынке, при этом Китай показывает максимальное значение и стабильную динамику в течение последних 10 лет, с максимальными значениями на уровне >80%. Также, по количеству компаний, представленных на рынке капитала, Китай лидирует среди стран с развивающейся экономикой.

- Далее, выдающиеся результаты показывает рынок капитала Индии - с высоким количеством эмитентов и соотношением капитализации к ВВП (>100%).

- Наибольший контраст проявляется в случаях Турции и Ирана, где наблюдается высокая инфляция и, соответственно, значительный уровень ключевой ставки, но при этом соотношение рыночной капитализации к ВВП различается более чем в 10 раз. В Иране

инвестиции в акции рассматриваются населением как способ сбережения, в то время как в Турции при двузначной инфляции такая тенденция пока не отмечена.

Ниже мы продолжим изучать опыт стран как с развитыми рынками капитала, так и успешных развивающихся рынков капитала, для выявления основных ключевых факторов успеха, а также практик, которые могут быть переиспользованы на российском рынке капитала. Особый интерес представляет рынок капитала Ирана, на фоне схожей санкционной повестки, мы также подробнее представим этот кейс.

Изучение сценария Ирана

В рамках сравнительного анализа рынков развивающихся стран, мы изучили практику фондового рынка Исламской Республики Иран (далее «Иран»), в силу схожести санкционного контекста, в котором оказалась Россия с февраля 2022 года. Сценарий Ирана заключается в стремительном росте капитализации рынка акций на фоне существенного притока частных инвесторов на рынок капитала. В данной части исследования мы в существенной мере опирались на информацию, представленную в исследовании А.В. Чухарева [68]. Как было представлено в отчете исследования, рост капитализации рынка акций в Иране (в период с 2018 по 2023 год показатель капитализации к ВВП вырос с 52% до 426%) произошёл на фоне следующих факторов:

- Гиперинфляция - на фоне очередных более жестких санкций против Ирана со стороны США и союзников в 2018 году, национальная валюта Ирана девальвировалась более, чем на 200% и страна так и не смогла преодолеть состояние гиперинфляции. Как результат, население страны было вынуждено спасать свои сбережения от обесценения, при этом у людей не было существенных альтернатив инвестирования, в силу наложенных санкций сбережения в иностранных валютах стали практически недоступны для массового инвестора;

- Правительство Ирана всячески стимулировало выход частных инвесторов на рынок капитала, с целью привлечения финансирования экономики, так как доступ к иностранным инвестициям был закрыт на протяжении десятилетий. Так, с середины 2000-х годов власти Ирана реализуют план по передаче активов, принадлежащих государству, в частные руки при помощи публичных размещений акций многочисленных государственных компаний. В рамках приватизации иранские власти выпускали «акции справедливости» («бумаги участия») – своеобразные аналоги облигаций – часть из которых безвозмездно раздавалась наиболее бедным и социально незащищенным слоям населения. До 2020 года, когда ограничение было снято, торговля данными инструментами была запрещена. Разрешение на проведение операций с ними, в свою очередь, стало дополнительным стимулом для иранского фондового рынка, к участникам которого сразу

присоединились десятки миллионов неопытных инвесторов. Активно растет и число частных инвесторов. За период 2010–2021 гг. общее количество зарегистрированных на Тегеранской бирже участников торгов увеличилось более чем в 11 раз, с 5,7 до 65 млн (порядка 73% населения страны);

- Фондовый рынок Ирана характеризуется высокой долей эмитентов с контролем государства. При этом даже приблизительная оценка доли эмитентов с госучастием на рынке финансовых инструментов страны остается весьма сложной из-за характерной для иранской модели корпоративного управления системы перекрестного владения, а также с учетом того, что фондовый рынок Ирана был полностью локальным, так как из-за санкций был недоступен для иностранных инвесторов на протяжении десятилетий.

Анализ основных макроэкономических показателей двух стран показал следующие особенности:

- Объем и динамика ВВП Ирана и России не сопоставимы, ВВП России на горизонте 2013-2022 превышает в несколько раз ВВП Ирана, при этом население стран сопоставимо - население России в 1,6 превышает население Ирана. Как следствие, ВВП на душу населения отличается также в несколько раз;

- Уровень инфляции и ДКП стран крайне отличаются;

- Уровень государственного долга к ВВП существенно отличаются, так в 2022 году этот показатель в России составлял 17,2%, в Иране 34%.

Еще одним важным отличием российского рынка капитала является тот факт, что до 2022 года существенная доля free-float эмитентов (60%) приходилась на иностранных инвесторов. При этом российские частные инвесторы также активно инвестировали и продолжают инвестировать в инструменты иностранной валюты, а также инструменты фондовых рынков других стран.

Таким образом, с одной стороны, в обоих странах есть много схожих условий: уровень жесткости санкций сопоставим, частные инвесторы замещают иностранных инвесторов на рынке капитала, частные инвесторы достаточно ограничены в инструментах, при этом макроэкономические условия и политика, проводимая российским государством, существенно отличается от политики Ирана, поэтому сценарий Ирана для России выглядит не применимым (сомнительным). На базе этих выводов, мы не используем этот сценарий как базу для нашего прогноза трендов рынка акций на горизонте до 2030 года.

Выводы:

1. Объект исследования (рынок акций) существует в России и эволюционирует, как многие другие значимые рынки, несмотря на резкую изоляцию с 2022 года. Его отличительные особенности от всех в течение всего периода исследования:

- низкая роль рынка капитала в экономике страны (мало компаний представлено, а также низкий уровень капитализации к ВВП), статично низкое предложение части экономики;
- низкая развитость локальных институциональных инвесторов и, как следствие, низкая ликвидность рынка и в прошлом высокая зависимость от иностранных инвесторов;
- акции российских компаний исторически дешевле акций компаний на других рынках (низкий уровень мультипликатора P/E) - отчасти как результат низкой ликвидности рынка.

При этом российский рынок капитала сопоставим с развитыми и успешно развивающимися рынками капитала в части высокой технологичности инфраструктуры для частных инвесторов, и как следствие трендов демократизации инвестирования с 2020-2021 года на фоне периода пандемии, низких ставок, технологии. Это способствовало стабилизации рынка в период после 2022 года, когда локальные частные инвесторы в существенной мере заместили ушедших иностранных инвесторов.

Российский рынок в целом сопоставим с параметрами и динамикой рынков развивающихся стран (Китай, Индия, Турция, Бразилия), при этом многие развивающиеся страны показывают лучшую динамику в части темпов вывода новых компаний на рынок акций, особенно выделяются рынки капитала Индии и Китая. Мы провели дополнительные исследования этих рынков для выявления практик, которые могут быть переиспользованы на российском рынке, результаты представлены в части 4 отчета.

Основными факторами, влияющими на изменение биржевых индексов и, как следствие, капитализацию российского рынка стали: цены на нефть и природные ресурсы, курс доллара, санкции, дивидендная доходность, ДКП. Также репатриация капитала, начавшаяся в 2015-2016 годах и усилившаяся после событий 2022 года оказала положительное влияние на рост рынка капитала. В существенной мере данные факторы влияли на спрос со стороны инвесторов, что явилось основным драйвером изменения капитализации рынка в течение исследуемого периода. Данный вывод мы использовали при построении факторной модели, как представлено в части 2 отчета.

На протяжении периода исследования рынок неоднократно подвергся шоковым влияниям в результате возрастающего санкционного давления, а также мирового кризиса,

связанного с пандемией. Это оказывало прямое и значительное влияние на капитализацию рынка. При этом рынок восстанавливался в существенной мере после всех кризисных шоков, что показывает высокую степень его резистентности. Данный вывод мы использовали при построении факторной модели, как представлено в разделе 2.

На основании дополнительного исследования сценария развития рынка капитала в Иране, мы пришли к выводу, что данный сценарий не является применимым для российского рынка капитала на горизонте 2030 г.

1.2 Анализ российского рынка IPO в 2015-1П2024 гг.

Ниже мы представляем результаты аналитического обзора развития российского рынка акций, с точки зрения привлечения капитала, с фокусом на первичное привлечение капитала (IPO) компаниями-эмитентами. Также мы представляем результаты сравнительного анализа развития российского рынка IPO с мировым рынком IPO.

За период 2015-2024 гг. 46 российских компаний осуществили первичное размещение акций (IPO) на российском и международных рынках, в общей сложности было привлечено около 700 млрд руб. или 10 млрд долл. США. Капитализация рынка акций увеличилась при этом на 2,5 трлн руб. или 10-15% (таблица 1.14).

Годы	Кол-во, шт.	Привлечено средств, млрд руб.	из них локально, млрд руб.	из них за рубежом, млрд руб.	Ср. IPO на локальном рынке, млрд руб.	Привлечено средств, млрд долл.	Ср. IPO на локальном рынке, млрд долл.	Дополнительная капитализация, трлн руб.
2015	4	29,3	29,3	0,0	7,3	0,5	0,5	0,2
2016	3	44,4	44,4	0,0	14,8	0,7	0,7	0,2
2017	6	116,5	30,1	86,4	5,0	2,0	0,5	0,1
2018	0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2019	2	14,4	0,1	14,2	0,1	0,2	0,0	0,0
2020	3	117,4	45,8	71,6	15,3	1,6	0,6	0,3
2021	7	249,7	102,3	147,3	14,6	3,4	1,4	0,4
2022	1	2,3	2,3	0,0	2,3	0,0	0,0	0,0
2023	8	40,7	40,7	0,0	5,1	0,5	0,5	0,5
2024	12	77,5	77,5	0,0	6,5	0,9	0,9	0,7
Всего	46	692,1	372,5	319,6	70,9	9,7	5,0	2,5

Таблица 1.14 Данные по IPO количеству и привлеченных средств российскими компаниями

За последние 10 лет развитие рынка IPO в России можно разделить на 4 периода (рисунок 1.9) [70,71,72,73,74,75,76,77,78,79,80,80,82]:



Рисунок 1.9 Данные по IPO количеству и привлеченных средств российскими компаниями

- Период с 2015-2017 годы рынок был достаточно активным, в этот период состоялось 13 сделок IPO, одна из которых на рынке Великобритании. Компании привлекли порядка 190 млрд руб. или 3,1 млрд долл., капитализация рынка акций увеличилась на 520 млрд руб. В этот период основными инвесторами выступали зарубежные инвестиционные фонды, а также локальные институционалы, доля частных инвесторов была очень низкой (<15%);

- В течение 2018-2019 годов на локальном рынке было затишье, и в этот период состоялась лишь одна сделка IPO на американском рынке: российская компания привлекла порядка 200 млн долл.;

- Начиная с 2020 года российские эмитенты опять активизировались, так в период 2020-2021 годов состоялось 10 IPO сделок, 2 из которых на американском рынке, было привлечено порядка 367 млрд руб. или 5 млрд долл. 2021 год был пиковым годом по объёму привлечения для российских компаний, и это коррелировало с динамикой мирового рынка IPO. Это происходило на фоне растущего спроса - на первый план стали выходить частные инвесторы, хотя доля иностранных институционалов оставалась высокой. Доля частных инвесторов в этот период достигала в некоторых случаях 60%-70%. Росту интереса со стороны частных инвесторов способствовало несколько факторов: накопленные сбережения в период пандемии, низкие процентные ставки, технологический бум - внедрение розничных брокерских платформ. Подобный тренд был во многих развитых и развивающихся странах;

- Новая эра рынка IPO в России началась в 2023 году, после кризисного 2022 года, когда со стороны западных стран были наложены жесткие санкции и рынок капитала России оказался отрезанным от мирового рынка капитала. Иностранные инвесторы

покинули рынок, на первый план вышли частные инвесторы, кто оказался замкнутым на локальном рынке. За период 2023- первого полугодия 2024 годов состоялось 20 IPO, объём привлечения составил 118 млрд руб. или 1,3 млрд долл. За последние два года количество IPO значительно увеличилось, при этом средний объём привлечения снизился, доля частных инвесторов доходил до 100% в некоторых IPO. Во второй половине 2024 года активность на рынке IPO снизилась, как результат жесткой ДКП;

- В течение последних 10 лет самые крупные IPO сделки: >1 млрд долл., их было 3, состоялись в период с 2017-2021 годы, при этом российские компании привлекли порядка 4.5 млрд долл. на рынках Великобритании и США, так как ликвидности на российском рынке было недостаточно;

- Максимальный объём привлечения на локальном рынке за последние 10 лет составил порядка 600 млн долл., при этом максимальный объём привлечения за период 2023-2024 годов составил порядка 160 млн долл.

Ниже мы представляем анализ компаний, вышедших на рынок IPO в разрезе по отраслям (рисунки 1.10 и 1.11):



Рисунок 1.10 Данные по количеству на IPO российскими компаниями по отраслям за период 2015-2024



Рисунок 1.11 Данные по привлеченным средствам на IPO российскими компаниями по отраслям за период 2015-2024

- Наибольшая доля привлечённых средств пришлась на компании потребительского сектора, которые обеспечили почти половину общего объёма за последние 10 лет. Производственные компании заняли второе место с долей 19%, а компании финансового сектора — третье место с долей 15%. Доля привлечений капитала компаниями прочих отраслей, которые представляли транспортный, технологический, телекоммуникационный, нефтегазовый сектора, а также здравоохранение и строительство, составила менее 10% от общего объёма привлеченных средств;

- В период 2023-2024 годов основная доля привлечения капитала была у компаний финансового сектора (40 млрд руб. или 34%), технологические компании (ИТ) на втором месте (28 млрд руб. или 24%), на третьем месте потребительский сектор (17 млрд руб. или 14,5%);

- В апреле 2023 года, постановлением Правительства РФ от 15.04.2023 N 603 были утверждены приоритетные направления проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации экономики РФ, включая механизмы финансирования. Основные механизмы субсидирования предполагают использование долговых инструментов финансирования, как со стороны государства, так и коммерческих банков, лизинговых компаний и рынка облигаций. Рынок IPO пока не полностью отражает установленных приоритетов, требуется дополнительная сонастройка. Одним из возможных вариантов, предложенных в проекте, регулятор видит применение субсидирования долевого финансирования, то есть выплату субсидии, распределенной во времени, компаниям, выходящим на рынок капитала, как альтернативы субсидиям, которые выплачиваются по кредитам;

- Анализ курсовой доходности акций с момента их IPO до сентября 2024 года показал следующие результаты:

- 16 из 46 компаний (35%) продемонстрировали положительный рост, в то время как 23 компании (50%) показали снижение цены акций с момента выхода на IPO. Также 3 компании прекратили обращение акций, а 4 компании, которые размещались на международных рынках, находятся в процессе редомициляции;

- Сравнение доходности акций с отраслевыми индексами (или с Индексом МосБиржи, где отраслевые индексы отсутствовали) выявило, что акции 15 компаний превосходили индексы, тогда как 24 компании показали результаты ниже индексов;

- При этом, из 12 компаний, вышедших на рынок в 2024 году, 8 компаний показали динамику котировок ниже цены на входе, а также ниже отраслевого индекса.

Ниже представлен анализ основных трендов мирового рынка IPO в течение периода 2015 года по первое полугодие 2024 года (рисунок 1.12, таблицы 1.15 и 1.16):



Рисунок 1.12 Данные по IPO количеству и привлеченных средств во всем мире

Таблица 1.15 Данные по количеству IPO по странам

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1 полугодие 2024
Россия	4	3	6	н/д	2	3	7	1	8	12
США	н/д	112	174	205	165	224	416	90	132	80
Япония	н/д	88	95	97	89	93	128	90	92	37
Южная Корея	н/д	56	54	62	43	6	86	69	77	27
Китай	н/д	283	582	307	354	536	593	501	372	74
Индия	н/д	96	162	168	68	44	123	149	220	152
Индонезия	н/д	30	31	53	54	50	55	60	79	25
Всего, шт.	1144	1093	1624	1383	1115	1363	2436	1415	1298	551

Таблица 1.16 Данные по привлеченным средствам на IPO по странам

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1пг2024
Россия	0,5	0,7	2,0	н/д	0,2	1,6	3,4	0,0	0,5	0,9
США	н/д	21,3	39,5	52,8	50,0	86,2	155,7	8,6	22,2	17,8
Япония	н/д	9,3	5,4	26,4	3,6	3,3	6,8	2,4	4,2	1,0
Южная Корея	н/д	5,4	6,7	1,9	2,1	2,3	17,4	13,0	2,7	1,4
Китай	н/д	45,5	49,0	56,7	73,6	119,1	122,8	101,0	56,0	6,3
Индия	н/д	6,3	11,6	5,6	2,6	4,1	17,0	8,0	6,9	4,7
Индонезия	н/д	1,0	0,6	1,2	1,0	0,4	4,8	2,2	3,6	0,3
Всего, млрд долл.	200,7	134,5	188,8	205,8	198,0	268,0	459,9	184,0	123,2	52,2

- На протяжении последних 10 лет на мировом рынке IPO первично размещалось порядка 1000-1500 компаний в год, объём привлечения составлял порядка 200 млрд долл. в год. При этом, в пиковый 2021 год количество IPO доходило до 2500, а объём привлечений до 460 млрд долл. в год [83,84,85,86,87,88,89,90,91,92,93].

- До 2024 года топ 3 рынка IPO в мире были Китай, США и Европа, как по количеству IPO, так и по объёму привлечений. В 2024 году лидерство по количеству IPO, перехватила Индия и в объёме привлечений была на уровне Китая. Рынки IPO США, Европы и Китая испытывали турбулентность в течение последних 10 лет. Динамика количества IPO рынка США и Европы была схожей на протяжении этого периода, рынок Китая показывал самобытный тренд.

- Рынок IPO Индии за последние 4 года показывает существенный стабильный рост количества IPO. Доля рынка IPO Индии в мировом рынке по количеству IPO сделок выросла с 5% в 2021 году до 28% к июню 2024 года, заняв первое место среди рынков IPO в мире.

- За последние 10 лет самым стабильным рынком как по количеству IPO, так и объёму привлечений, был рынок Японии, составляя в среднем долю в 7% от общего количества IPO в мире.

- Рынок IPO Бразилии остановил свою активность после 2021 года на фоне сложной политической и экономической ситуации.

Ниже представлено более подробное изучение событий, оказавших влияние на мировой рынок капитала в период с 2021 года по первое полугодие 2024 года:

- 2021 год на фоне мягкой ДКП в большинстве стран, а также роста экономик был пиковым годом для мирового рынка IPO за последние 20 лет, с кратным ростом активности на рынках США и Европы.

- Пандемия (COVID-19) стала катализатором для инноваций и потребительского поведения в области здравоохранения, и медицина стала основной отраслью выхода на IPO в 2021 году в США (162 IPO с объёмом привлечения порядка 30

млрд долл.). **Биотехнологии и новые технологические/онлайн решения в медицине стали основными драйверами.**

- Также, в 2021 году на рынок IPO вышло значительное количество “единорогов”, объём финансирования составил 17% от общего объёма рынка IPO.

- При этом в Китае IPO активность замедлилась в 2021 году на фоне ужесточившихся требований со стороны регулятора в отношении кибербезопасности, предъявляемых к компаниям, выходящим на публичный рынок, с доступом к клиентской базе более миллиона человек. Такие компании должны получить отдельное разрешение со стороны регулятора прежде, чем они выйдут на международные рынки капитала. Также со стороны американского регулятора (US SEC) поступили требования о дополнительных раскрытиях и доступе к аудиторским файлам в отношении китайских компаний, выходящих на рынок IPO США, что сократило количество IPO китайских компаний на рынке США.

- В 2021 году в Китае была запущена новая биржевая структура в Пекине (BSE), которая специализируется на “маленьких гигантах” с инновационными бизнес-моделями или технологиями и уникальными продуктами. BSE создана для продвижения многообещающих, молодых, высокотехнологичных компаний. В Китае в 2021 году были созданы дополнительные возможности для выхода на рынок инновационных стартапов любых размеров.

- В Японии в 2021 году на первый план вышли компании из новых направлений (ИИ, цифровая трансформация в отрасли технологий).

- Рынок IPO Индии в 2021 году был рекордным за последние 20 лет по объёму привлечений, на рынок также вышли несколько стартапов (“единороги”). Как и в России, на этом рынке повысилась активность частных инвесторов.

- 2022 год стал сложным годом на рынке IPO США и Европы: на фоне роста инфляции и, как следствие, процентных ставок в США, напряженной геополитической ситуации и разрыва цепочек энергетических поставок в Европе, мультипликаторы стали снижаться, что отстранило компании от рынка IPO, при этом рынок частного капитала стал более привлекательным. Инвесторы также начали склоняться к инструментам денежного рынка. Также, на фоне напряженных отношений между Китаем и США, количество IPO китайских компаний на рынке США существенно снизилось. В 2022-2023 годах также резко снизился средний размер привлечения на рынке IPO США, 80% сделок было ниже 25-50 млн долл. В течение последних десяти лет до этого 80% IPO привлекало более 50 млн долл.

- При этом IPO рынок Китая в 2022 году показывал очень хорошие результаты, отчасти благодаря регуляторным изменениям, которые были направлены на стимулирование выхода на рынок качественных компаний со стратегией устойчивого роста. Основной отраслью, которая превалировала на рынке Китая, стало производство чипов и полупроводников: Китай стремится импортозаместить это направление. Также, в 2022 году были введены новые правила на рынке Гонконга (НКЕ) с целью стимулирования развития высокотехнологичных компаний.

- В 2023 году IPO активность продолжила оставаться низкой на рынках США и Европы, и также снизилась в Китае. Одними из существенных факторов стали повышение процентных ставок в США и Европе, а также высокая геополитическая напряженность, негативно влияющие на спрос инвесторов. В США в 2023 году топ 10 IPO привлекли более 70% объёма, при этом 75% IPO сделок были убыточными на конец года.

- В 2023 году на первый план вышли развивающиеся рынки IPO, особенно Индия, Индонезия, Малайзия и Турция. Значительный рост рынка IPO в Индонезии был вызван повышенным спросом на минеральные ресурсы, которые востребованы для производства зеленой энергии, стратегической приватизацией части гос. компаний, а также быстро растущими “единорогами”. Также в Индонезии и Турции существенным драйвером роста рынка IPO является высокий спрос со стороны частных инвесторов.

- Еще один рынок, который показал стабильный рост в 2023 году - был рынок IPO в Японии. Биржа Японии (TSE) повысила гибкость в ценообразовании и условиях выхода на рынок. Также регулятор внедрил ряд послаблений в части раскрытия информации, а также аудита, что должно ускорить выход компаний на рынок. В рамках пятилетнего плана по развитию стартапов, запущенного в 2022 году, японский регулятор внедрил ряд инициатив, в результате ожидается, что количество IPO в Японии вырастет до 100 в год.

- В первом полугодии 2024 года лидером в мире на рынке IPO по объёму сделок стал рынок США (34% от общего объёма), забрав историческую пальму первенства у Китая.

- Рынок Европы также показал существенный рост в первом полугодии 2024 года, благодаря благоприятным макроэкономическим факторам и росту доверия инвесторов.

- Рынок IPO Индии в первом полугодии 2024 года занял первое место по количеству IPO (27% от общего количества сделок), показав солидный приток на рынок компаний МСП сегмента.

- Рынок Китая в первом полугодии 2024 года показал существенное падение, как в количестве сделок, так и в объёме привлечения. Основными драйверами стали эффект

ужесточения регулирования, а также проблемы с ликвидностью на рынке Гонконга. Ужесточение регулирования в существенной мере сказалось на оценке (P/E) акций А класса, которая снизилась. Регулятор ввел ограничительные меры в части ценообразования в рамках IPO, с целью стимулирования выхода на рынок компаний с сильным потенциалом устойчивого роста. При этом на рынок IPO Китая выходит все больше SRDI компаний (специализированных, усовершенствованных, с конкурентными преимуществами и инновационных), высоко технологичные компании составляют большую часть IPO. Также, Китай активно работает над созданием комплексного регулирования экосистемы рынка IPO.

- Знаменательным событием на рынке IPO Японии в середине 2024 года стал выход стартапа из аэрокосмической отрасли. Японское Правительство сформировало Фонд поддержки аэрокосмической отрасли в начале 2024 года, эта отрасль станет стратегической в Японии.

Ниже представлен анализ развития мирового рынка IPO в разрезе по отраслям эмитентов в течение периода 2021 года по первое полугодие 2024 года (рисунки 1.13 и 1.14):



Рисунок 1.13 Данные по количеству IPO по отраслям



Рисунок 1.14 Данные по привлеченным средствам на IPO по отраслям

- На протяжении последних 10 лет топ 5 отрасли по количеству IPO и объёму привлечения в мире были: технологии, промышленность, здравоохранение, потребление, сырье и материалы;
- Несмотря на то, что доля технологичных компаний снижалась в общем количестве IPO в течение последних трех лет, инвестиции в **технологии** являются самыми значимыми в объёме мировом рынке капитала (26% от общего объёма IPO в 2023 году); Начиная с 2022 года, основным драйвером привлечения капитала в области технологий стало стратегическое решение Китая построить собственную самодостаточную экосистему в области полупроводников и чипов. В течение 2022-2023 года более половины IPO в области технологий были связаны с этой стратегией. Также Китай запустил специализированный суверенный инвестиционный фонд в размере 47 млрд долл. для поддержки стратегии импортозамещения полупроводников;
- Другими важными направлениями в области **технологий** на мировом рынке капитала стали платформы для создания экосистем, social media платформы, платформы на базе ИИ, технологии для оптимизации работы дата центров. Китай стал первым рынком IPO, на который вышли компании с продуктами на базе ИИ. Несмотря на то, что в мире инвестиции в ИИ пока формируются в основном в форме корпоративных инвестиционных фондов, уже начиная с 2024 года наблюдается рост числа компаний, предлагающих решения на базе ИИ, выходящих на рынок IPO;
- В течение последних трех лет в мире растёт доля капитала, инвестируемая в **промышленность**, увеличившись с 13% (количество IPO) в 2021 до 21% в 2024 году, 22% от общего объёма IPO в 2023 году. Лидером на рынке IPO также является Китай - основные направления промышленности: автопром, аэрокосмическая промышленность и электроника. США и Европа активно инвестируют в электромобили, оборонную

промышленность и альтернативные источники энергии. На первый план в 2024 году выходит Индия с инвестициями в инфраструктуру (строительство, транспорт, инженерия);

- Еще одной важной отраслью, куда направляется мировой капитал в последние три года является потребление, доля этой отрасли выросла с 7% в 2021 году до 19% в 2024 году. Основным драйвером стало изменение потребительских привычек, а также логических цепочек, связанных с розничным потреблением после пандемии в 2020 году. Основной фокус на онлайн торговлю, образовательные продукты, рынок труда, туризм. Также на первый выходят компании с инновационными решениями для сельского хозяйства;

- Инвестиции в здравоохранение с фокусом на биотехнологии, а также новые формы терапии, вновь стали привлекательными, начиная с 2023 года.

Выводы:

1. В течение исследуемого периода мировой рынок IPO являлся важным инструментом стратегического развития экономики таких стран как США, Китай, Индия, Япония, страны Европы. Компании, выходящие на рынок капитала, представляли стратегически важные отрасли для этих стран. При этом российский рынок IPO был менее зрелым, низколиквидным, с периодами остановки, в связи с геополитическими кризисами, очень зависимым от иностранных инвесторов. Мы также не выявили системного подхода интегрирования рынка IPO с стратегическими целями развития экономики. Дополнительно, для мирового рынка были выявлены тренды акселерации выхода на рынок инновационных, высокотехнологичных компаний с бизнес-моделями завтрашней экономики (с существенными инвестициями в НИОКР, осуществленными на более ранних стадиях жизненного цикла этих компаний). Рынок IPO многих стран является эффективным инструментом финансирования технологий будущего, страны меняют регулирование, сонастраивая рынки IPO в пользу компаний с бизнес-моделями, основанных на новых технологиях, обеспечивающих устойчивый рост. Важным механизмом развития новых технологий является система акселерации стартапов от начального уровня (Pre-Seed) до IPO. Такие изменения системно внедряются в США, Китае, Японии, Индии, странах Европы, Южной Кореи. При этом несмотря на то, что в последние годы все больше российских технологичных компаний выходят на рынок IPO, мы не выявили системного фокуса на финансирование инновационных, высокотехнологичных компаний, как это выстроено на примере других стран. На рынке российском рынке IPO в течение 2023-2024 годов преобладали компании финансового сектора, сектора энергетики и ИТ компании. Данный вывод мы использовали как базу для рекомендаций в части 4 отчета.

2. Привлечение финансирования на локальном российском рынке IPO (изменение предложения) в течение исследуемого периода незначительно повлияло на рост капитализации рынка акций - дополнительная капитализация компаний, вышедших на рынок, составила порядка 2,5 трлн рублей (10% от капитализации рынка). Основными факторами изменения капитализации в течение исследуемого периода остается уровень спроса. Данный вывод мы учитывали при построении факторной модели и сценариев развития рынка капитала, как представлено в части 2 отчета.

3. Также мы выявили успешные рынки капитала, являющиеся важным рычагом развития экономики будущего и выбрали те, которые мы дополнительно изучили с целью выявления лучших практик для переиспользования на рынке капитала России — это рынки капитала Китая, Индии и Японии. Результаты представлены в части 4 отчета.

1.3 Анализ предложения на российском рынке акций (эмитенты) в 2015-1П2024 гг.

В данном разделе мы представляем результаты разностороннего аналитического обзора предложения на российском рынке капитала по состоянию на конец 2023 года или 30 июня 2024 года, а также сравнение с рынками других стран из нашей выборки.

Анализ капитализации рынка акций в разрезе отраслей

Для анализа рыночной капитализации в разрезе отраслей были выбраны 50 ценных бумаг с наибольшей капитализацией на 31.12.2023. Их суммарная рыночная капитализация составляла 51,7 трлн руб. (или 91% от общей биржевой капитализации), поэтому можем предполагать, что отраслевая структура общей рыночной капитализации в значительной мере повторяет отраслевую структуру по этим ценным бумагам (представлена ниже на рисунке 1.15). Как можно наблюдать, 52% рыночной капитализации приходится на сектор нефти и газа, 18% на металлургию, 15% на финансы, 4% на химию и нефтехимию, 2% на электроэнергетику, 9% на все остальные секторы.

По вышеуказанным 50 ценным бумагам с наибольшей капитализацией были проанализированы объемы торгов, которые составили 73% всего объема торгов вторичными акциями российских эмитентов в 2023 году (рисунок 1.15). При этом с точки зрения отраслевой разбивки обороты оказались более дифференцированными — так на

акции, относящиеся к сектору нефти и газа, пришлось только 32% всего оборота, на финансовый сектор – 30%, на металлургию 18%, на ИТ и телеком – 6%.

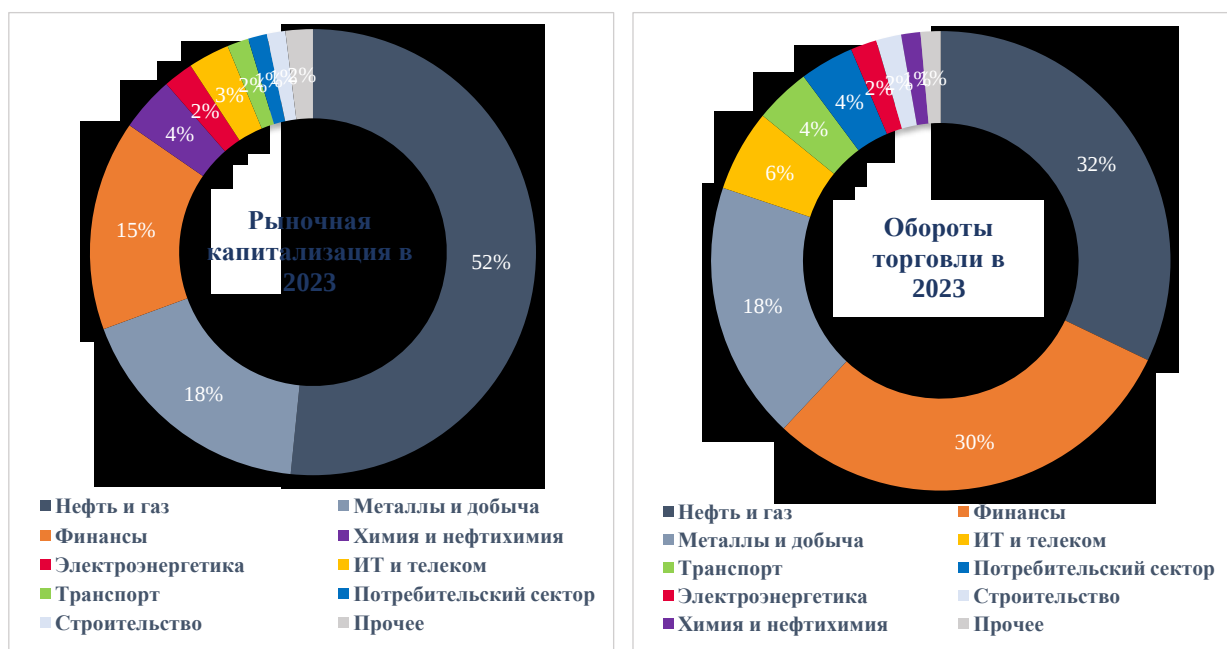


Рисунок 1.25 Отраслевая структура топ-50 компаний по рыночной капитализации на 31.12.2023 и оборотов торговли в 2023 году

При этом экономика России с точки зрения отраслей является более разнообразной. Так, по данным Федеральной службы государственной статистики [11] в 2023 году в структуре валовой добавленной стоимости в основных ценах обрабатывающие производства (куда входит в том числе обработка металлургии и производство нефтепродуктов) занимает 14%, торговля - 13%, добыча полезных ископаемых (включает добычу нефти и газа и металлов) – 12%, деятельность по операциям с недвижимым

имуществом – 10%, на финансовый сектор приходится 5%, ИТ и телеком – 3% (рисунок 1.16).

Такие секторы как сельское хозяйство и здравоохранение практически не представлены на фондовом рынке (в то время как здравоохранение является одним из самых перспективных и быстрорастущих отраслей на мировых фондовых рынках).



Рисунок 1.16 Структура валовой добавленной стоимости в основных ценах по отраслям в 2023 году

Правительство подписало постановление, определяющее приоритетные направления проектов, реализация которых будет способствовать достижению цели технологического суверенитета, а также позволит провести структурную адаптацию экономики. В первоначальной редакции были определены 13 приоритетных направлений, в 2024 году перечень был расширен. В таблице 1.17 ниже приведена информация по представленности компаний из приоритетных отраслей на фондовой бирже [69, 99].

Таблица 1.17 Отрасли технологического суверенитета и их представленность на фондовом рынке

Авиационная промышленность	Автомобилестроение	Железнодорожное машиностроение	Медицинская промышленность	Нефтегазовое машиностроение	Сельскохозяйственное машиностроение
Представлено	Нет	Представлено	Нет	Нет	Нет
Специализированное машиностроение	Станкоинструментальная промышленность и тяжелое машиностроение	Судостроение	Фармацевтическая промышленность	Химическая промышленность и композитные материалы	Электронная и электротехническая промышленность
Нет	Нет	Нет	Нет	Представлено	Нет
Энергетическая промышленность	Строительство и эксплуатация высокоскоростных железнодорожных магистралей	Создание электростанций	Развитие новых месторождений редкоземельных металлов	Производство композитных материалов	Возобновляемая, водородная и атомная энергетика
Представлено	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет

Сравнение капитализации рынка акций в разрезе отраслей с другими странами

Как видно на рисунке 1.17, в развитых странах рыночная капитализация распределена более равномерно между разными отраслями. Это говорит о сбалансированной представленности экономики на рынке акций, менее зависимой от одной отрасли, при этом среди развитых стран выделяется Южная Корея с довольно существенной долей технологического сектора, как отражение специфики экономики этой страны. Доля рыночной капитализации топливно-энергетической и сырьевой отрасли относительно мала, в отличие от России. Это указывает на ориентированность экономики на более инновационные и высокотехнологичные сектора. В США, Германии и Японии потребительский сектор занимает существенную долю (15-23%), что отражает развитие внутреннего спроса и ориентацию на компании, работающие с конечным потребителем [100].



Рисунок 1.17 Отраслевая структура рыночной капитализации в развитых странах

Как видно на рисунке 1.18, в развивающихся странах, таких как Россия, Бразилия, Индонезия, доля топливно-энергетического и сырьевого сектора превышает треть рыночной капитализации. Это свидетельствует о зависимости экономик стран от природных ресурсов, что может быть риском в условиях нестабильных цен на сырьевые товары. Также в Индии, Бразилии, Индонезии и Турции, как и в России, финансовый сектор также занимает существенную часть капитализации (более 28%). Это указывает на важную роль банков и финансовых услуг в экономике развивающихся стран. В Турции и Бразилии также наблюдается высокая доля потребительского сектора (22-31%) [100].



Рисунок 1.18 Отраслевая структура рыночной капитализации в развивающихся странах

В России доля потребительского сектора составляет всего 4%, что говорит о недостаточном развитии внутреннего рынка потребительских товаров и услуг. Для сравнения, в Китае, Бразилии, Индонезии, Турции потребительский сектор составляет 12-31%, и это существенно выше, что может указывать на значительный внутренний спрос и развитие компаний, ориентированных на внутренний рынок несмотря на то, что и Бразилия, и Индонезия также зависят от сырья.

Соотнесение отраслевой структуры рынка с ВВП по США

Технологический сектор занимает значительную долю фондового рынка, несмотря на его относительно небольшую долю в структуре ВВП, это свидетельствует о высокой капитализации и значительных перспективах роста данной отрасли, которая является объектом активного интереса со стороны инвесторов. В то же время, производственный сектор недооценен на фондовом рынке по сравнению с его долей в экономике США. Финансовый сектор демонстрирует большую значимость в структуре ВВП, чем на фондовом рынке, что подчеркивает его ключевую роль в экономике, несмотря на менее выраженную рыночную капитализацию (рисунок 1.19).



Рисунок 1.19 Отраслевая структура рыночной капитализации и ВВП в США

Соотнесение отраслевой структуры рынка с ВВП по Китаю

Производственный сектор занимает наибольшую долю в структуре ВВП Китая, что подтверждает статус страны как мировой производственной базы. Однако его капитализация на фондовом рынке значительно ниже. Финансовый сектор, напротив, имеет меньшую долю в ВВП, но занимает лидирующие позиции на фондовом рынке, что подчеркивает его высокую инвестиционную привлекательность благодаря значительной доходности и стратегическому значению для экономики. Технологический сектор демонстрирует большую долю на фондовом рынке по сравнению с его вкладом в ВВП, что отражает восприятие этой отрасли как ключевого драйвера будущего экономического роста (рисунок 1.20).



Рисунок 1.20 Отраслевая структура рыночной капитализации и ВВП в Китае

Соотнесение отраслевой структуры рынка с ВВП по Индии

Производственный сектор занимает значительную долю в структуре ВВП Индии, однако его представленность на фондовом рынке остается относительно низкой. Финансовый сектор демонстрирует сопоставимую долю как в экономике, так и на фондовом рынке, что подчеркивает его стратегическое значение. Технологический сектор, напротив, более заметен на фондовом рынке, чем в экономике, что свидетельствует о его восприятии как перспективной отрасли с высоким потенциалом роста, особенно в сфере информационных технологий. Сектор розничной и оптовой торговли показывает соответствие между долей в ВВП и рыночной капитализацией, что отражает его значение как для экономики, так и для инвесторов (рисунок 1.21).



Рисунок 1.21 Отраслевая структура рыночной капитализации и ВВП в Индии

Анализ концентрации российского рынка акций и сравнение с другими странами

В рамках нашего анализа концентрации рынка акций мы проанализировали долю МСП предприятий, а также долю компаний с государственным участием в ВВП страны. Как показано на рисунке 1.22, в 2023 году доля МСП в ВВП в России (20%) - самая низкая из всех стран, с которыми мы делали сравнение. В то время как в развитых странах этот показатель достигает почти 50%, а в таких развивающихся странах, как Китай и Индонезия, превышает 60%. Ниже среднего уровень также у Индии и Бразилии.

Также концентрация компаний с государственным контролем в ВВП России - одна из самых высоких (30%), наравне с Китаем (40%). При этом доля выручки компаний с государственным участием в ВВП других стран находится на уровне 10%-12%.

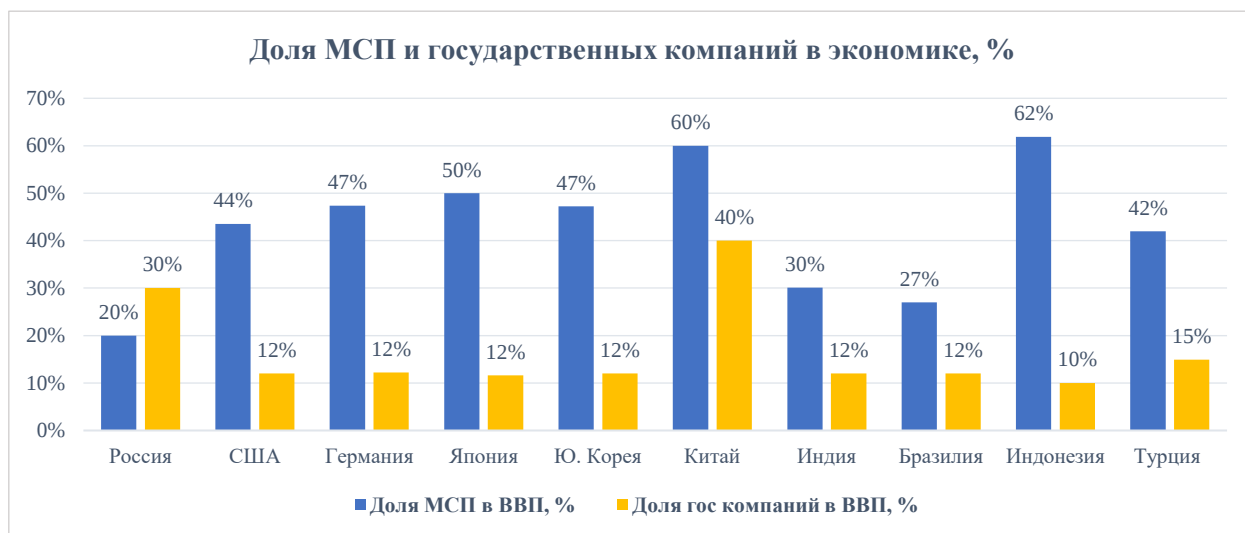


Рисунок 1.22 Биржевая структура России и развитых стран

Рынок капитала России отражает концентрацию бизнеса в руках государственных компаний, а также крупных частных компаний. Из 205 эмитентов на 30.06.2024 только 2 эмитента относятся к сегменту МСП. При этом на рынке 37 эмитентов с государственным участием, их совокупная рыночная капитализация составила 30 трлн руб. или 53% от всей рыночной капитализации, таким образом государство является крупнейшим собственником на российском фондовом рынке. Это коррелирует с долей государственных компаний в ВВП страны (рисунок 1.22).

Аналогичная ситуация наблюдается в Китае, где доля государственных компаний на фондовом рынке превышает 50%, а их вклад в ВВП достигает 40%, что даже выше, чем в России.

В Бразилии и Турции компании с госучастием составляют около 20% от рыночной капитализации. В большинстве остальных развитых и развивающихся стран доля государственных компаний на фондовых биржах незначительна как в количественном выражении, так и с точки зрения их рыночной капитализации.

Анализ доли крупнейших компаний на рынке акций и сравнение с другими странами выявил следующее [100, 101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 109, 110, 111, 112, 113]:

В развитых странах, за исключением Германии, доля десяти крупнейших компаний в общей капитализации рынка ниже, чем на развивающихся рынках. Наименьший показатель наблюдается в Японии (19%), что свидетельствует о более равномерном распределении капитализации среди всех компаний, представленных на бирже. В развитых странах доля пятидесяти крупнейших эмитентов варьируется от 32% до 64%, и Япония также выделяется на этом фоне наиболее равномерным распределением капитализации, что указывает на высокий уровень диверсификации рынка (рисунок 1.23).

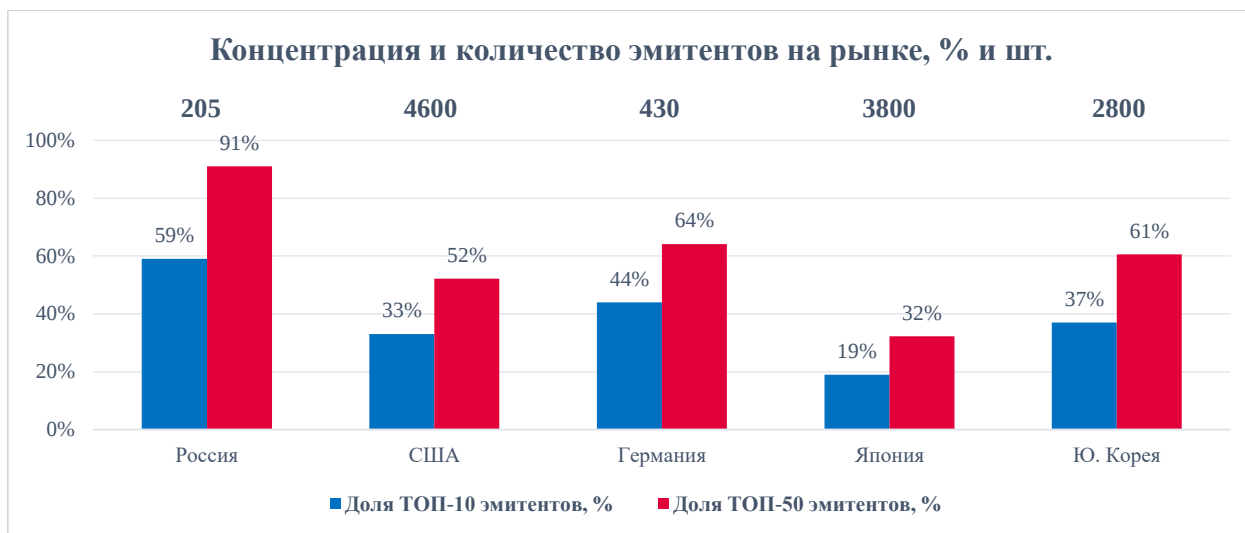


Рисунок 1.23 Данные по эмитентам развитых стран

На развивающихся рынках доля десяти крупнейших компаний значительно варьируется, но в среднем превышает показатели развитых рынков. Наибольшая концентрация наблюдается в России и Индонезии, что указывает на узкий круг рыночных лидеров, в то время как Китай демонстрирует значения, близкие к показателям развитых стран. Среди развивающихся рынков Россия выделяется высокой долей пятидесяти крупнейших компаний (91%), что свидетельствует о значительной концентрации капитала среди крупных участников. Турция, Индонезия и Бразилия также демонстрируют высокие значения (68-79%), указывая на низкий уровень диверсификации. Таким образом, для развивающихся рынков характерна более высокая концентрация капитала у ведущих эмитентов, что делает рынок более чувствительным к деятельности крупных компаний (рисунок 1.24).

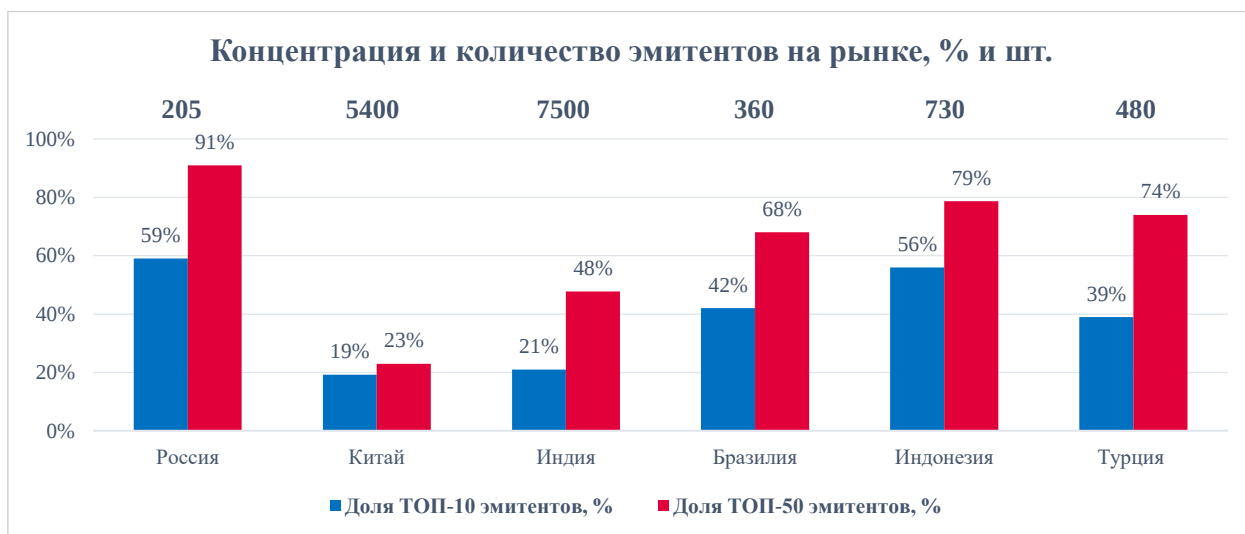


Рисунок 1.24 Данные по эмитентам развивающихся стран

На Московской Бирже помимо уровней котировки имеется следующее разделение на секторы ценных бумаг [114]:

- Рынок Инноваций – который содействует привлечению инвестиций, прежде всего, в развитие малого и среднего предпринимательства инновационного сектора российской экономики. К данному сектору относятся акции 10 эмитентов с совокупной рыночной капитализацией 784 млрд руб. или всего 1% от совокупной рыночной капитализации МосБиржи, из них 1 эмитент с государственным участием по состоянию на 30.06.2024;

- Сектор Устойчивого Развития – для финансирования проектов в области экологии, защиты окружающей среды и социально-значимых проектов, в данном секторе сейчас представлены только облигации;

- Сектор Роста – основной задачей сектора является содействие привлечению инвестиций компаниями малой и средней капитализации – к данному сектору относятся акции 2 эмитентов с совокупной рыночной капитализацией 4 млрд руб. по состоянию на 30.06.2024.

В представленных ниже таблицах 1.18 и 1.19 проводится сравнение биржевой структуры Московской Биржи, являющейся основной биржей России, с крупнейшими биржами развитых и развивающихся стран:

- На всех исследуемых биржах помимо основного рынка, предназначенного преимущественно для размещения акций крупных компаний с более строгими требованиями к листингу, существуют отдельные сектора или рынки для малых и средних предприятий (МСП). В таких секторах требования к листингу менее строгие;

- В развитых и развивающихся странах количество эмитентов в секторах для МСП исчисляется десятками и сотнями. В России, напротив, число компаний, представленных в этих секторах, остается крайне небольшим;

- Особого внимания заслуживает биржевая структура Китая, где были созданы специализированные рынки, такие как SSE Star Market и ChiNext. Эти рынки ориентированы не просто на МСП, а на высокотехнологичные и инновационные компании, относящиеся к стратегически важным отраслям экономики. Их деятельность направлена на развитие и укрепление технологического суверенитета Китая.

Таблица 1.18 Биржевая структура России и развитых стран

	Россия	США	Германия	Япония	Ю. Корея
Биржи	МосБиржа	NASDAQ/ NYSE	FSE (Frankfurt Stock Exchange)	TSE (Tokyo Stock Exchange)	KRX (Korea Stock Exchange)
Специализирован ные рынки /секторы	Рынок Инноваций и Инвестиций	-	-	-	-
Количество эмитентов	10	-	-	-	-
Рынки/секторы для МСП	Сектор Роста	Capital Market/ American	Standard and Scale	Standard and Growth	KOSDAQ
Количество МСП эмитентов	2	800/250	180	1,900	1,000
Всего эмитентов	205	~4,600	~430	~3,800	~2,800

Таблица 1.19 Биржевая структура развивающихся стран

	Китай	Индия	Бразилия	Индонезия	Турция
Биржи	SSE (Shanghai Stock Exchange)/ SZSE (Shenzhen Stock Exchange)/ BSE (Beijing Stock Exchange)	BSE (Bombay Stock Exchange) /NSE (National Stock Exchange)	B3SE (Brazil Stock Exchange)	IDX (Indonesia Stock Exchange)	BIST (Istanbul Stock Exchange)
Специализирован ные рынки /секторы	SSE Star/SZSE ChiNext	-	-	Sharia	Star
Количество эмитентов	600/1,500	-	-	60	100
Рынки/секторы для МСП	SZSE SME/BSE	BSE SME/NSE SME	New and Bovespa	Development and SME	Development and SME
Количество МСП эмитентов	1,000/240	400/360	350	220	130
Всего эмитентов	~5,400	~7,500	~360	~730	~480

Анализ доли акции в свободном обращении (free-float)

Всего существует три уровня листинга: первый и второй уровни являются котировальными списками, и третий уровень, является некотировальной частью списка ценных бумаг. Для попадания в тот или иной уровень листинга по акциям, необходимо выполнения ряда требований, в т. ч. по уровню свободного обращения акциями, уровню оборота, капитализации компании и другие. Общее количество торгуемых акций на 30.06.2024 в разрезе уровней листинга представлено в таблице 1.20 [1].

Таблица 1.20 Структура акций в разрезе уровней листинга

Котировальный список	Количество эмитентов, шт.	Капитализация 30.06.2024, трлн руб.	Доля, %	Требования
Первый	55	44,1	76,4%	Free-float >10%, рыночная стоимость > 3 млрд руб.
Второй	27	4,3	7,4%	Free-float >1%, рыночная стоимость > 1 млрд руб.
Третий	123	9,4	16,2%	Условия по free-float не применяются
Всего	205	57,7	100,0%	

Показателем, определяющим количество акций в свободном обращении, является коэффициент free-float (FF). Московская биржа публикует его значение в разрезе 100 крупнейших и наиболее ликвидных эмитентов. Средневзвешенный, с учетом рыночной капитализации уровень FF по крупнейшим компаниям составляет около 32-33%. По остальным компаниям было сделано предположение, что их уровень FF будет равен уровню FF 30 наименее ликвидных из крупнейших эмитентов. Это значение составило около 15%. Итого ориентировочный уровень FF российских компаний, торгующихся на Московской бирже, может составлять порядка 31% (рисунок 1.25). При этом, исходя из внутренних данных Московской биржи, значительная часть доли FF (51% FF) принадлежит иностранным инвесторам, в том числе не через периметр Московской биржи. Также часть формального FF (16% FF) приходится на физических лиц, которые владеют акциями торгуемых компаний, но вне торгового реестра (так называемых «реестровых» акционеров). Таким образом, аналитически рассчитанный, приблизительный уровень FF, приходящийся на локальных биржевых инвесторов, составляет 32% FF. При этом частные инвесторы, владеющие акциями как через биржу, так и напрямую, являются вторыми по значимости владения после иностранцев, в их руках находится 32% FF компаний.

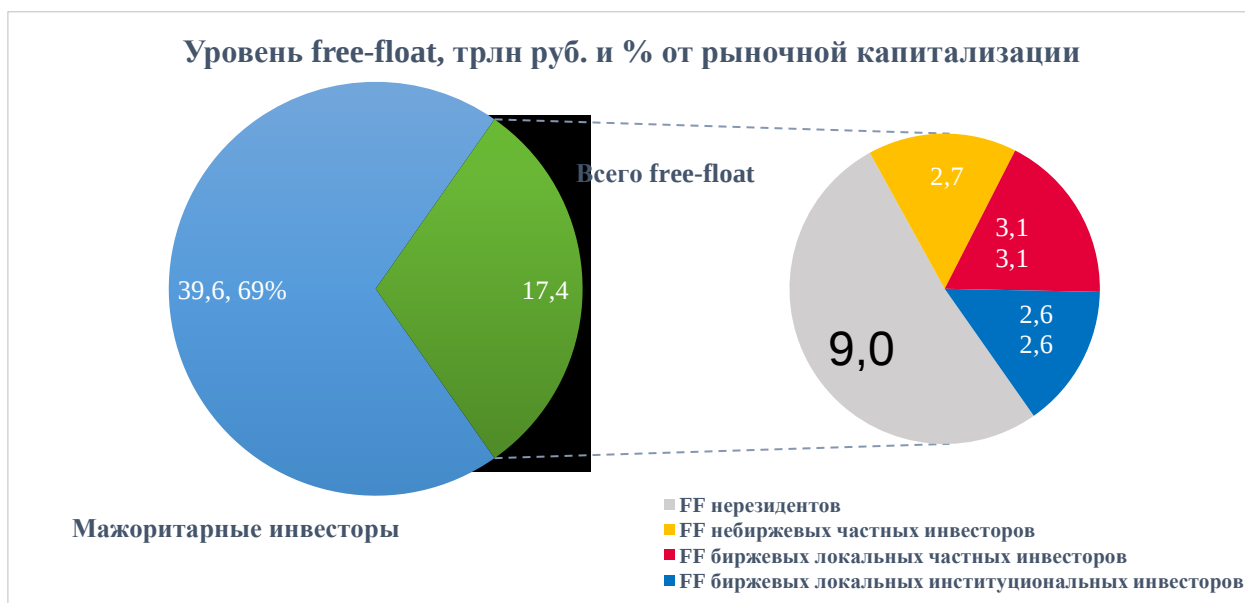


Рисунок 1.25 Уровень free-float и его структура на 31.12.2023

Сравнение среднего free-float с другими странами

В странах с развитой экономикой наблюдается высокий уровень free-float (60-85%), что указывает на значительную долю акций в свободном обращении, обеспечивая высокую ликвидность и доступность для инвесторов. На развивающихся рынках, за исключением Индии и Бразилии, уровень free-float ниже. В России, Индонезии, Турции и Китае данный показатель составляет около 30%, что свидетельствует о значительной концентрации акций у крупных контролирующих акционеров. На фоне обсуждений в российском поле и

риторики о возможно полезном снижении минимально требуемого объема акций в свободном обращении (ниже текущих 10%) отметим, что другие биржи и развитых и развивающихся держат его высоким, и это способствует повышению привлекательности для крупных институциональных инвесторов, международных инвесторов, так как акции компаний менее подвержены волатильности и ценовой манипуляции по сравнению с акциями компаний с меньшей долей в свободном обращении. (рисунок 1.26).

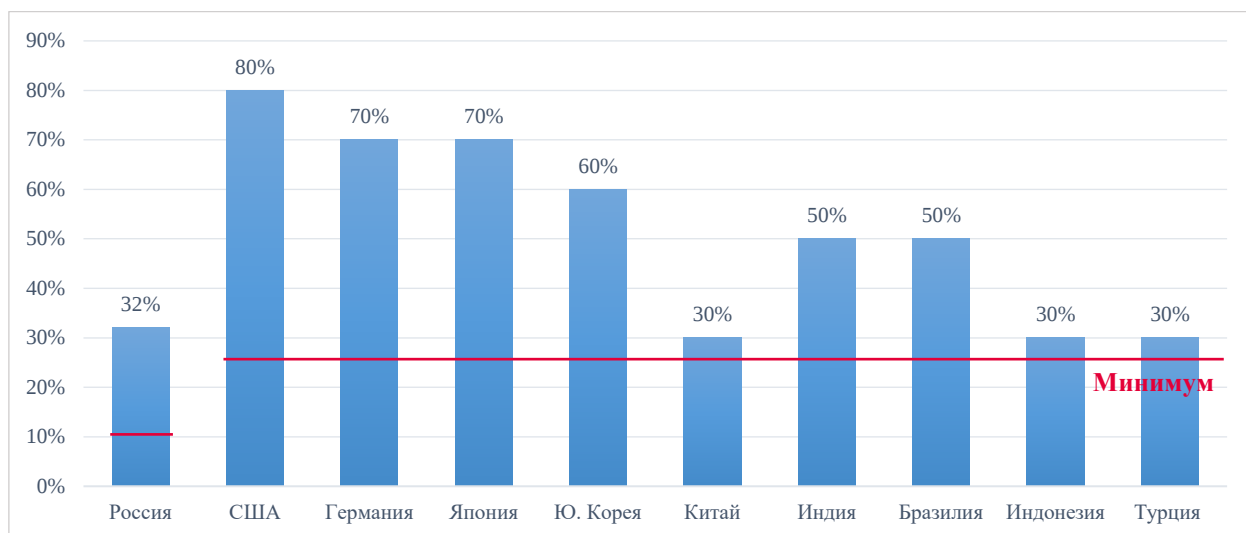


Рисунок 1.26 Уровень free-float в разных странах

Анализ доходности рынка акций

Как представлено на Рисунке 1.27, начиная с 2021 года мы видим обратную корреляцию динамики индекса МосБиржи и мультипликатора P/E. Отчасти это объясняется тем, что возросшие прибыли компаний, входящих в индекс (показатель EPS) оказывают давление на мультипликатор P/E индекса МосБиржи, не отражаясь в повышении цены акций, при этом мы видим отставание между динамикой показателей в один год (рисунок 1.28). Данная картина говорит о недооцененности акций компаний, входящих в индекс МосБиржи, которая, связана с уходом иностранных инвесторов в 2022 году, а также жесткой ДКП, начиная с 2П 2023 года, и как результат перетоком ликвидности финансового рынка в инструменты денежного рынка. Также мы наблюдаем рост дивидендной доходности, начиная с 2022 года, в существенной степени в силу заниженности цены акций (падение знаменателя) (рисунок 1.27). Также необходимо отметить, что уровень мультипликатора P/E индекса МосБиржи, начиная с 2023 года откатился на уровень 2015 года (6 пунктов), при этом максимальное значение, которое он достигал было 13 пунктов [10, 115].



Рисунок 1.27 Динамика индекса МосБиржи и доходность



Рисунок 1.28 Динамика показателей EPS (средневзвешенный) и P/E

В развитых странах общая доходность рынка акций варьируется в диапазоне 10-28%. Как правило, она превышает или сопоставима с уровнем инфляции, что способствует сохранению и приумножению капитала инвесторов. Дивидендная доходность в этих странах ниже и колеблется в пределах 1,3–3,0%. Наименьший показатель наблюдается в США (1.3%), что объясняется тенденцией американских компаний к реинвестированию прибыли, направленной на долгосрочный рост. В целом развитые рынки характеризуются стабильной и умеренной доходностью, что повышает их привлекательность для консервативных инвесторов, ориентированных на минимизацию рисков и устойчивый рост вложений (рисунок 1.29).



Рисунок 1.29 Динамика доходности индекса МосБиржи

Россия выделяется с самой высокой дивидендной доходностью (8,9%). Бразилия и Турция также показывают высокую доходность (около 5%), что может указывать на высокие дивиденды как способ привлечения и удержания инвесторов в условиях повышенных рисков на этих рынках. Развивающиеся рынки демонстрируют более высокую доходность, особенно в России, что часто связано с высокой волатильностью и рисками, которые требуют соответствующей компенсации для инвесторов.

Выводы:

1. Рынок акций России отличается статичным предложением (мало эмитентов в течение всего периода, “заколдованная” планка 300 не была ни разу пройдена) и несколькими деформациями на фоне остальных рынков:

- отраслевым перекосом против структуры ВВП
- высокой концентрацией крупных компаний топ 10 и топ 50 эмитентов
- неразвитостью сектора МСП, при этом в инфраструктуре биржи есть задел для акселерации технологичных и инновационных компаний
- высокой концентрацией компаний с государственным контролем
- низким уровнем фактического free-float и самый низким уровнем минимального требования к нему.

Данный вывод мы учитывали при построении факторной модели и сценариев развития рынка капитала, как представлено в части 2 отчета, а также для рекомендаций в части 3.

2. Также отличительным фактором для России является очень высокий уровень дивидендной доходности, практически в два раза превышая уровень доходности эмитентов развивающихся стран (который в свою очередь выше, чем в развитых странах), и низкий уровень P/E (Цена к прибыли на акцию) - российские компании в 1,5-2 раза дешевле, чем

компании развивающихся стран. Данный вывод мы учитывали при построении факторной модели и сценариев развития рынка капитала, как представлено в части 2 отчета, а также для рекомендаций в части 3.

1.4 Анализ спроса на российском рынке акций (инвесторы) в 2015-1П2024 гг.

1.4.1 Общий анализ динамики активности инвесторов на российском рынке акций в 2015-1П2024 гг.

На любом фондовом рынке, в том числе и российском, принято делить инвесторов на институциональных и индивидуальных (физлиц). Индивидуальные инвесторы покупают и продают ценные бумаги через брокера и принимают решения самостоятельно. Институциональные инвесторы – это профессиональные участники рынка, управляющие деньгами третьих лиц. По своей сути они являются посредниками. Институциональные инвесторы привлекают клиентские средства через фонды или через договоры доверительного управления и затем инвестируют их в инструменты фондового рынка в интересах своих клиентов.

Институциональный инвестор в основном исходит из фундаментальных соображений и способен провести глубокий анализ бумаг, тогда как индивидуальный инвестор не может позволить себе потратить значительный объем ресурсов на анализ. Индивидуальные инвесторы – неоднородная группа, и на их поведение влияет гораздо больший набор факторов и соображений, чем на профессиональных. Соответственно, поведение физлиц на рынке может выглядеть более непредсказуемым.

Институциональные инвесторы имеют принципиально лучший доступ к информации об эмитентах. Даже при том, что регуляторы по всему миру принимают меры, чтобы уравнивать доступность информации для всех инвесторов, размер все же имеет значение. Институциональные инвесторы имеют прямой доступ к компаниям. Физлица же вынуждены довольствоваться информацией из пресс-релизов, новостей или аналитических отчетов.

Кроме информации об эмитентах, институциональные инвесторы имеют и принципиально другой уровень доступа к рыночной информации. Мало кто из индивидуальных инвесторов может позволить себе приобрести доступ к информационным терминалам Reuters, Bloomberg или локальных провайдеров вроде «Интерфакса» и Трейд Радара. Для физических лиц основным «окном в мир» являются приложения брокеров, где ретранслируются биржевая информация, базовый набор новостей и аналитика.

Таким образом, можно констатировать, что разница между институциональными инвесторами и индивидуальными состоит в том, что первые более информированы, дисциплинированы и рациональны в своих решениях.

Анализ объема инвестированных средств в акции российских компаний в разрезе инвесторов

В рамках нашего исследования мы сфокусировались на инвесторах, которые получают доступ к free-float через биржевые структуры. За периметром исследования остались иностранные институциональные инвесторы, а также частные инвесторы, напрямую вошедшие в капитал компаний, минуя биржевые структуры. Так, по состоянию на конец 2023 года мы оцениваем размер инвестиций вне периметра МосБиржи порядка 9,6 трлн рублей или 55% free-float. Исключение из периметра исследования вызвано сделанным предположением, что эти инвесторы не окажут принципиального влияния на динамику рынка на горизонте до 2030 года.

На рисунке 1.30, приведена рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций, депозитарных расписок российских компаний в периметре инфраструктуры МосБиржи, в разрезе сгруппированных категорий инвесторов, а также структура в разрезе этих категорий.

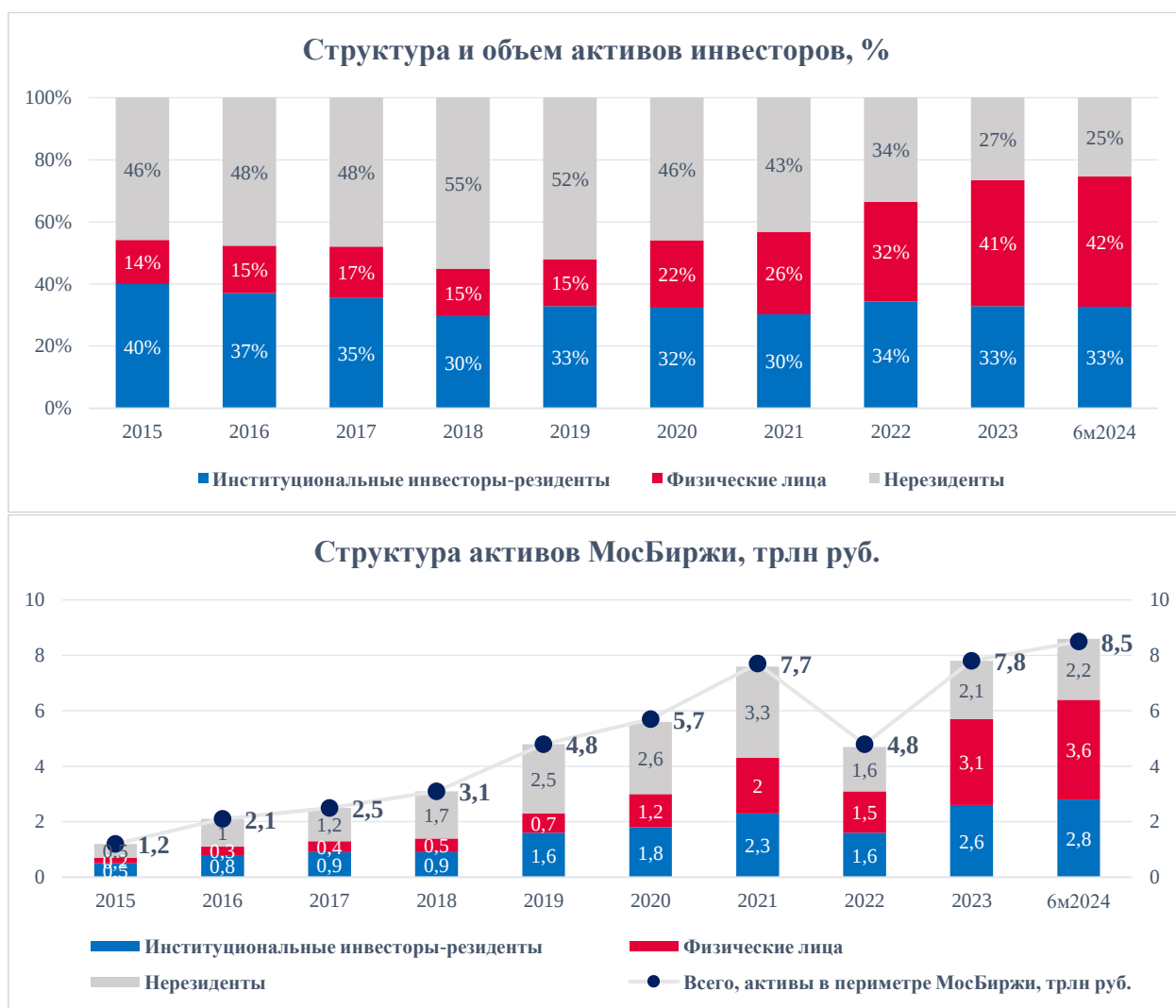


Рисунок 1.30 Активы в периметре МосБиржи в разрезе категорий инвесторов

С точки зрения инвестированных средств в акции российских компаний на Московской бирже, с 2015 года наблюдались значительные изменения, как в части структуры инвесторов, так и в части общего объема инвестированных активов:

- В целом с 2015 года значительно вырос объем торгуемых в периметре МосБиржи акций - с 1,2 трлн руб. в конце 2015 года до 8,5 трлн руб. в конце июня 2024 года;

- Доля владения нерезидентами в общем владении акциями достигала максимума в 2018-2019 годах, после этого доля снижалась, особенно после 2022 года. Значительная часть этих средств является заблокированными на данный момент;

- Доля физических лиц в общем владении акциями выросла с 14% до 41%, причем рост доли начался с 2020 года и значительно ускорился после начала 2022 года, таким образом физические лица, как инвесторы заместили снижение доли нерезидентов. Совокупный среднегодовой темп роста активов физических лиц в периметре МосБиржи (акции и депозитарные расписки российских компаний) с 2020 года по 1П 2024 составил около 36%;

- Доля локальных институциональных инвесторов снизилась в течение исследуемого периода и составляет 33% на конец июня 2024 года.

С 2015 года на МосБирже значительно вырос объем торгов на фондовом рынке в категории российские акции. На рисунке 1.31, в ряду данных объем торгов приведен объем торгов в трлн руб. в периметре МосБиржи по разделу фондовый рынок, вторичные торги акциями российских эмитентов за указанный период. Следует уточнить, что это нетто-объем торгов, то есть всего сумма прошедших операций на рынке.



Рисунок 1.31 Оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи, рыночная капитализация и Индекс МосБиржи

Таблица 1.21 Среднедневной оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	6м 2024
Среднедневной объем нетто-торгов, млрд руб.	36,6	36,7	36,3	42,5	47,7	93,7	111,8	72,6	85,2	104,0

Показатель среднедневной объем торгов нетто — это объем торгов на рынке, разделенный на количество биржевых дней в периоде.

Показатель gross обороты — это данные по всей активности инвесторов (т. е. сумма и покупок и продаж, и в случае рынка в целом это в 2 раза больше, чем нетто-оборот).

Данные по gross-оборотам — это внутренние данные МосБиржи, они разделены по категориям инвесторов и включают в себя сумму покупок и продаж обыкновенных и привилегированных акций, депозитарных расписок российских компаний (рисунок 1.32).

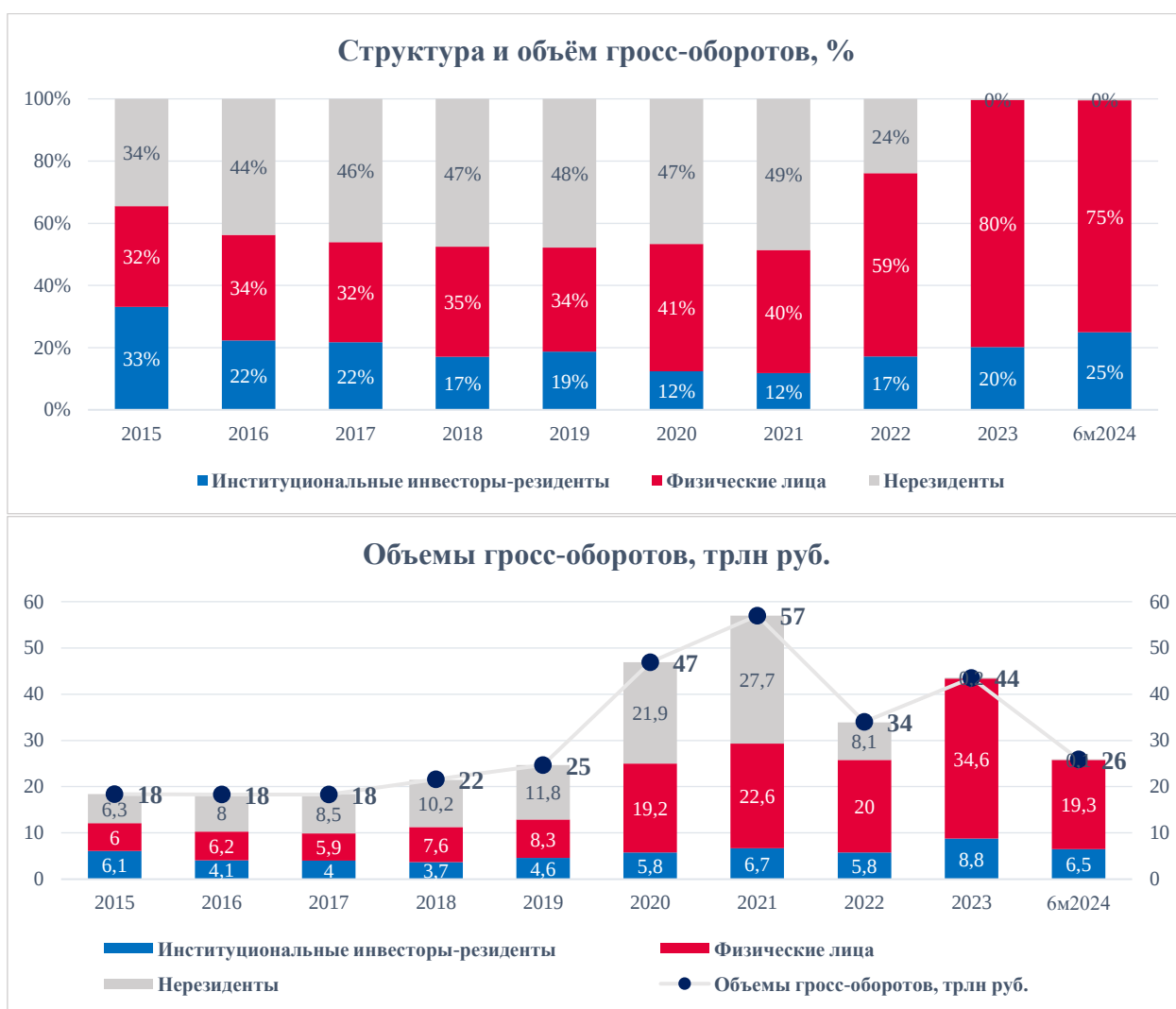


Рисунок 1.32. Оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи в разрезе сгруппированных категорий

Наиболее существенные изменения, следующие:

- С 2015 года значительно вырос объем торгов акциями в периметре МосБиржи акций - с 9,2 трлн руб. в 2015 году до 21,6 трлн руб. в 2023 году и 12,9 трлн руб. за 1П 2024 года. Максимум был достигнут в 2021 году, в 2022 году произошло падение оборота (в основном в результате ухода нерезидентов), которое было частично восстановлено в 2023-1П 2024 года;
- Исторически до 2022 года на нерезидентов приходилось 40-50% оборота, в 2022 году объем начал резко снижаться, практически до 0% в 1П 2024 года;
- При этом доля физических лиц в обороте, бывшая около 30-35% до 2020 года, начала расти в 2020 году (достигнув 41% в 2020 году) и значительно выросла после 2022 года, фактически заместив долю нерезидентов в %, однако не до конца заместив в абсолютном значении (рисунок 1.32). В 2023 году доля оборота физических лиц на рынке акций составила около 80%, по итогам 1П 2024 года – около 75%. В абсолютном значении gross-оборот физических лиц составил 19,3 трлн руб. по итогам 1П 2024 года или 34,6 трлн руб. по итогам 2023 года.

Можно выделить несколько факторов, ускоренного роста сегмента физических лиц:

- появление новых или развитие существующих технологических брокерских платформ, внедренных крупными банковскими структурами, значительно упростивших доступ физических лиц к операциям на фондовой бирже;
- глобальный тренд на демократизацию инвестиций и большее вовлечение физических лиц на фондовый рынок, начавшийся в 2020 году в условиях пост-пандемии (изоляция, сбережения, глобально низкие ставки и технология доступа);
- в период 2020 и 2021 годов росту способствовал также низкий уровень % ставок (в 2020 средняя ключевая ставка ЦБ РФ снизилась до 4,9% по сравнению с 7,3% в 2019 году), это ограничивало привлекательность депозита как вида инвестиции;
- Следует отметить, что для 2022-2024 годов фактор низких ставок уже неактуален, а вместо него можно выделить рост среднедушевых доходов населения - по данным Росстата на 18,7% в 2022 году и на 12,1% в 2023 году (источник – статистика Росстата по среднедушевому денежному доходу населения Российской Федерации).

Анализ структуры инвесторов в обороте торгов с другими странами:

Мы проанализировали структуру объёма торгов акциями в 2023 году в разрезе типов инвесторов в ряде стран, были выбраны как страны с развитыми рынками капитала (США, Германия, Япония, Южная Корея), так и страны с развивающимися рынками капитала (Китай, Индия, Бразилия, Индонезия, Турция) (рисунок 1.33) [101, 102, 103, 104, 105, 106, 107, 109, 110, 111, 112, 113]:



Рисунок 1.33 Объемы торгов акциями в 2023 году в разрезе инвесторов в развитых странах и развивающихся странах

- В сравнении с развитыми странами из выборки на рисунке 1.33 наиболее схожая структура с российской наблюдается в Южной Корее, где розничные инвесторы доминируют, занимая 68% от общего объема торгов.
- Противоположная ситуация отмечается в США, где традиционно преобладают институциональные инвесторы с долей 70-75%.
- Особенно выделяются Германия и Япония: на их фондовых рынках значительная роль принадлежит иностранным инвесторам, которые обеспечивают более 50% объема торгов акциями (99% из них институционалы).
- В сравнении с развивающимися странами из выборки наиболее схожая структура инвесторов наблюдается в Китае и Турции, где розничные инвесторы занимают значительную долю в объеме торгов (около 70-80%). При этом в России розничные инвесторы также лидируют по владению акциями, составляя 41% в 2023 году, в то время как в Китае розничные инвесторы владеют лишь 25% стоимости акций. За исключением материкового Китая, во всех развивающихся странах иностранные инвесторы обеспечивают от 20% до 60% торгового оборота.

В таблице 1.22 представлена динамика оборачиваемости активов в разрезе основных групп инвесторов в биржевых днях. Показатель рассчитан как рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций, а также депозитарных расписок российских компаний в периметре инфраструктуры Московской Биржи, поделенная на аналитически рассчитанный объем нетто-торгов (гросс-обороты, деленные на 2) с учетом количества биржевых дней в периоде. Таким образом, это аналитический показатель, который демонстрирует, за сколько дней теоретически оборачивается весь объем акций, принадлежащей той или иной группе инвесторов. Рост количества дней необходимых для

оборота активов – это снижение оборачиваемости, а снижение количества дней – это рост оборачиваемости. Из данных ниже можно сделать несколько выводов:

- Оборачиваемость в целом снизилась с 2015 года, особенно значительное снижение по группе нерезидентов с 2022 года, в условиях фактически прекращения торгов с их стороны;
- Оборачиваемость институциональных инвесторов в 2022-2023 годах в целом осталась на уровнях 2016-2019 годов, хотя в 1-ом полугодии 2024 наблюдалось ускорение этого показателя;
- Оборачиваемость физических лиц замедлилась со средних уровней 2015-2018 годов, но остается выше аналогичных показателей других групп инвесторов.

Таблица 1.22 Оборачиваемость активов в разрезе основных групп инвесторов

Оборачиваемость активов инвесторов в днях	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1П 2024
Всего оборачиваемость	32	58	69	72	97	60	69	66	91	81
Нерезиденты	42	63	72	83	106	59	61	93	6 490	4 454
Институциональные инвесторы-резиденты	38	96	112	125	171	158	177	133	148	107
Физические лица	14	26	35	31	44	32	46	36	46	46

Выводы:

1. В течение периода исследования (2015-2023) мы зафиксировали существенный рост спроса на рынке акций (нетто обороты выросли в 2,3 раза, активы выросли в 8 раз). При этом мы зафиксировали существенную корреляцию между оборотом и индексом МОЕХ. Мы также зафиксировали сильную корреляцию между оборотом и долей в кошельке частных инвесторов. Мы учли данный вывод при построении факторной модели, как представлено в части 2 отчета.

2. В период до 2022 года мы выявили существенное присутствие иностранных инвесторов на рынке капитала (их доля в обороте достигала 49% в 2021 году), начиная с 2022 года, после введения жестких санкций, иностранные инвесторы полностью ушли с рынка, оставшись с замороженными активами. Для целей построения будущих сценариев рынка капитала до 2030 года, как указано в части 2 отчета, мы принимаем допущение, что иностранные инвесторы не вернутся на рынок капитала России.

3. Демократизация частных инвесторов, начавшаяся в 2019 году, стала опорой для рынка капитала в 2022 году, когда ушли иностранные инвесторы, при этом российский рынок был в тренде с другими странами, где также доля частных инвесторов существенно выросла после пандемии.

4. Доля локальных институциональных инвесторов на рынке акций низкая в сравнении с другими странами - есть существенный потенциал роста. На базе этого вывода мы сделали дополнительное исследование лучших практик и представили в части 4 отчета.

1.4.2 Анализ динамики активности частных инвесторов на российском рынке акций в 2015-1П2024 гг.

Анализ динамики активов домохозяйств и их структуры в период с 2017 года - первое полугодие 2024 года

Мы проанализировали эволюцию объёма и структуры финансовых активов домохозяйств в период с 2017 по середину 2024 года (рисунок 1.34) [116]:

- В период с 2017 года по середину 2024 года финансовые активы домохозяйств выросли практически в 3 раза, с 47 трлн до 116 трлн руб.;
- При этом доля акций, включая ПИФы, в кошельке домохозяйств выросла вдвое с 6% до 12%, увеличившись до 14 трлн руб. к июню 2024 года;
- Примечательно, что доля наличности в кошельке домохозяйств, уменьшившись с 25% до 21%, остается на высоком уровне по сравнению с другими странами (рисунок 1.35) и может служить дополнительным источником финансирования рынка капитала в будущем;
- Исторически российские частные инвесторы предпочитают размещение своих активов на финансовом рынке самостоятельно (через брокеров), доверительному управлению: объем всех активов (включая акции, облигации, денежные средства и др.) физических лиц, размещенных на брокерских счетах на 30 июня 2024 составил 9,4 трлн руб., в то время как объем всех активов физических лиц в доверительном управлении составил 1,8 трлн руб.;
- Также необходимо отметить, что с 2017 года доля страховых и пенсионных активов в кошельке домохозяйств снизилась с 10% до 6%.

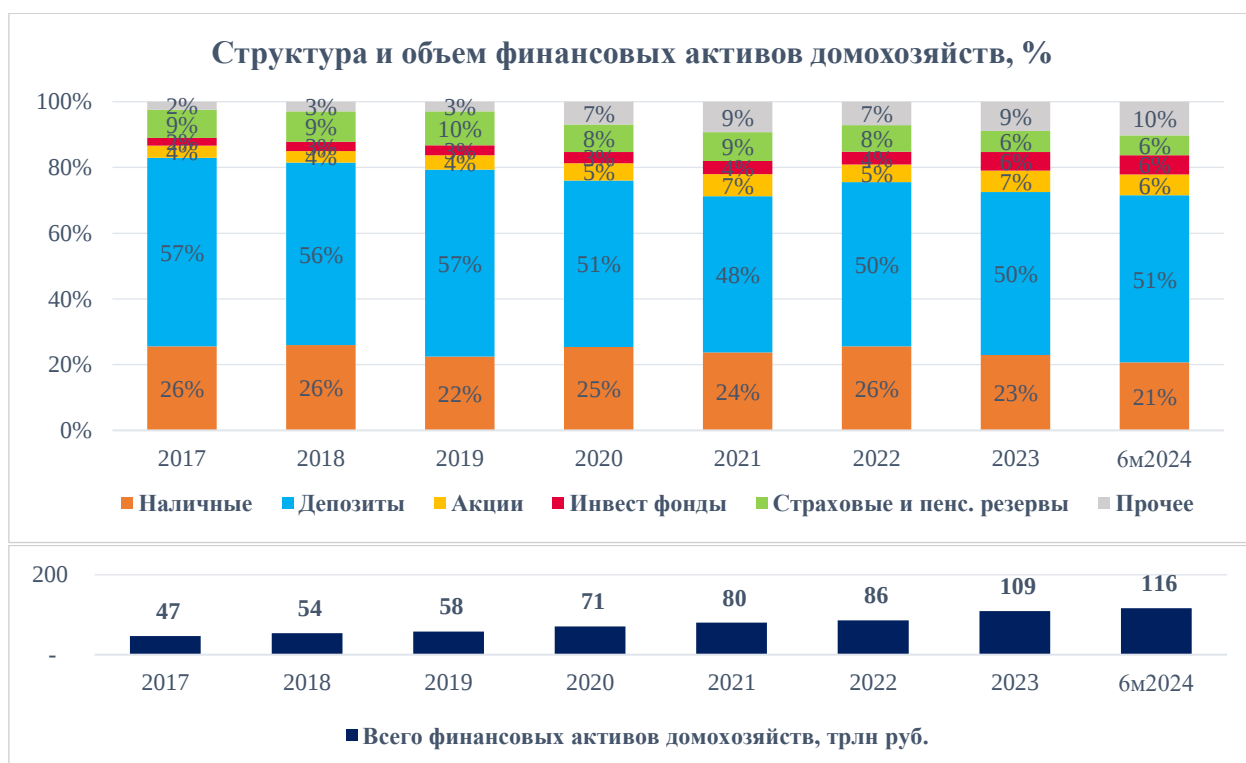


Рисунок 1.34 Объем и структура финансовых активов домохозяйств

Мы также сравнили структуру финансовых активов домохозяйств с рядом стран на конец 2023 года [117]:

- Как показано на рисунке 1.35, структура финансовых активов домохозяйств в России заметно отличается от развитых стран. В 2023 году доля наличных средств и депозитов в России составила 78%, что значительно выше, чем в любой из стран в выборке;
- При этом доля акций и вложений в ПИФ в России одна из самых низких (12%), такая низкая доля наблюдается только в Индии (10%), в остальных странах доля инвестиций в акции и ПИФ выше 20%;
- Также, в России очень низкая доля страховых и пенсионных активов в кошельке домохозяйств (6%), похожая ситуация в Китае, Бразилии и Южной Корее. Примечательно, что Индия демонстрирует наибольшую долю страховых и пенсионных резервов среди развивающихся стран.

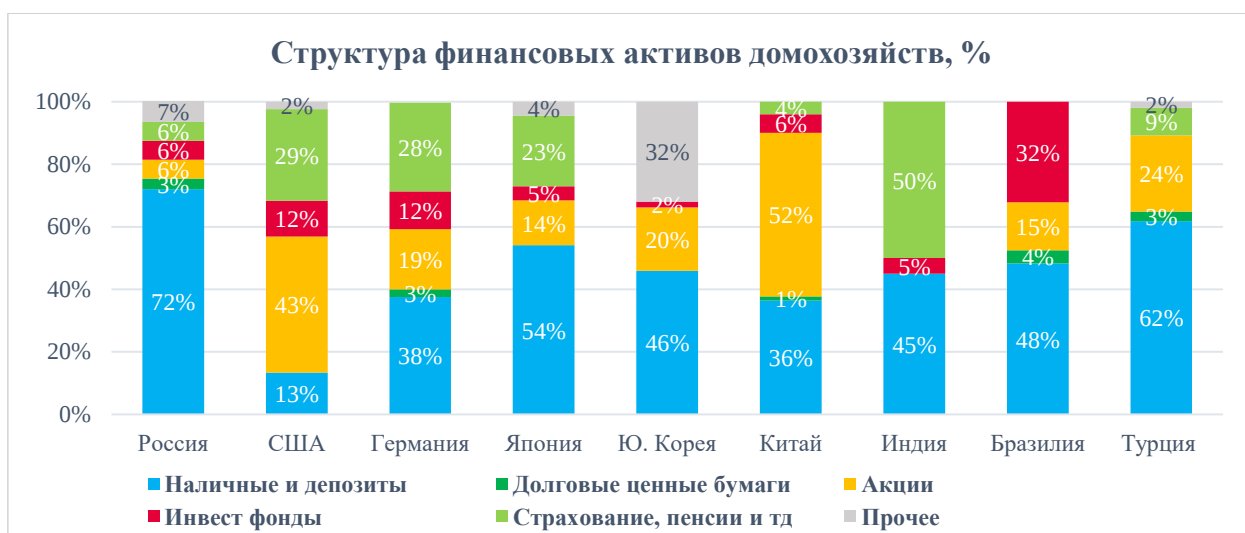


Рисунок 1.35. Объем и структура финансовых активов домохозяйств развитых стран (наличные показаны отдельно для стран, где была информация по ним, по остальным странам наличные и депозиты показаны совместно)

Анализ динамики активности частных инвесторов на рынке акций

- На конец июня 2024 года в России насчитывается 32,4 млн частных инвесторов, имеющих 57,7 млн брокерских счетов (БС) [119]. Однако распределение инвесторов крайне неравномерно. Порядка 89% счетов с остатками ниже 10 тысяч руб. Эта ситуация возникает из-за того, что банки зачастую продают брокерское обслуживание «в нагрузку» к другим финансовым продуктам, а у клиента может не быть реальной потребности в такой услуге в моменте (таблица 1.23 и рисунок 1.36);

- Среди 32,4 млн частных инвесторов активными (совершающими хотя бы одну сделку в месяц) являются порядка 11% или 3,5 млн человек. Из них только 0,8 млн являются квалифицированными (таблица 1.23 и рисунок 1.36);

- На середину 2024 года, на брокерских счетах частных инвесторов находится 9,4 трлн руб., из них 38% вложены в акции. Эта доля составляет 17% от free-float компаний эмитентов и представляет собой существенную долю наряду с институциональными и иностранными инвесторами.

Таблица 1.23 Статистика по инвесторам ФЛ

Инвесторы	2019	2020	2021	2022	2023	1пг2024
Общее количество ФЛ инвесторов, млн чел.	3,9	8,8	17,1	23,4	30,1	32,4
Количество активных инвесторов, млн чел.	0,4	1,4	2,6	2,2	3,7	3,5
Доля активных инвесторов, %	10%	16%	15%	9%	12%	11%
Количество квалифицированных инвесторов, млн чел.	0,1	0,2	0,3	0,5	0,7	0,8
Доля квалифицированных инвесторов, %	3%	2%	2%	2%	2%	2%
Доля ФЛ от трудоспособного населения, %	5%	11%	21%	28%	36%	39%
Доля активных ФЛ от трудоспособного населения, %	0,5%	2%	3%	3%	4%	4%
Активы	2019	2020	2021	2022	2023	1пг2024
Объём активов ФЛ на брокерских счетах, трлн руб.	4,5	6,8	8,3	6	9,2	9,4
Из него, объём вложения в акции, трлн руб.	0,7	1,2	2	1,5	3,1	3,6
Доля вложений в акции, %	16%	18%	24%	25%	34%	38%

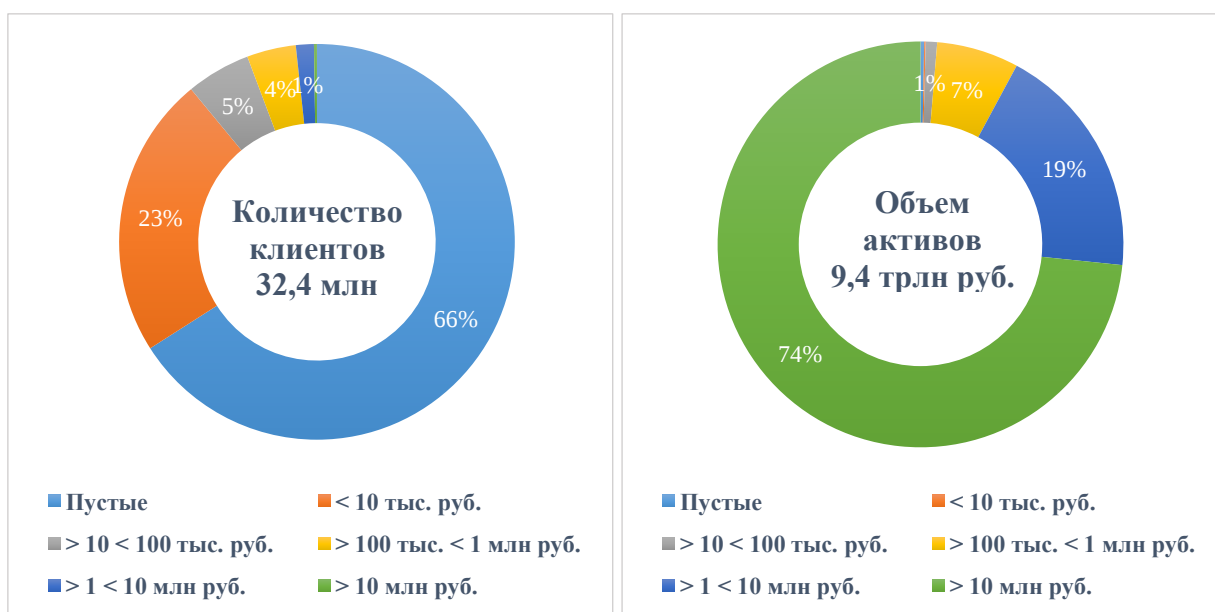


Рисунок 1.36. Количество клиентов и структура активов ФЛ на брокерских счетах по размеру остатков

Сравнение доли частных инвесторов в трудоспособном населении с другими странами по состоянию на конец 2023 года

В рамках анализа доли частных инвесторов в трудоспособном населении, мы столкнулись с дилеммой в отношении базы для расчета. При учете всех открытых брокерских счетов, включая нулевые, мы получаем показатель в размере 36% [11]. При этом, если рассматривать только активных инвесторов, то эта доля гораздо ниже и составляет 4%. Если предположить, что данные других стран включают активных розничных инвесторов,

то российский рынок существенно уступает, как развитым, так и развивающимся странам (таблица 1.24) и (таблица 1.25) и это показывает большой потенциал роста внутреннего спроса для рынка капитала России.

Примечательным является случай Японии, где численность розничных инвесторов превышает трудоспособное население. Это обусловлено тем, что около 40% розничных инвесторов в Японии составляют лица старше 70 лет, что является уникальной особенностью японского рынка (таблица 1.24).

Таблица 1.24 Статистика по количеству инвесторов-физических лиц по странам, 2023-2024 гг.

	Россия	США	Германия	Япония	Ю. Корея
Трудоспособное население 2023, млн чел.	83	171	45	69	30
Количество розничных инвесторов, млн чел.	30/4*	102	12	74	14
доля в трудоспособном населении, %	36%/4%*	60%	27%	107%	47%

*Количество активных розничных инвесторов

Таблица 1.25 Статистика по количеству инвесторов-физических лиц по странам, 2023-2024 гг.

	Китай	Индия	Бразилия	Индонезия	Турция
Трудоспособное население 2023, млн чел.	779	594	109	141	35
Количество розничных инвесторов, млн чел.	200	95	5	12	8
доля трудоспособном населении, %	26%	16%	5%	9%	23%

Анализ трендов развития и основных факторов, влияющих на активность частных инвесторов на рынке акций, в течение периода 2019 год по 1П 2024 года

- В период до 2019 года активность частных инвесторов на рынке акций была не высокой, на рынке присутствовало порядка 2 млн клиентов, которые инвестировали в акции не более 16% своих активов. Частные инвесторы в основном выбирали практику доверительного управления, активно используя механизмы индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС), которые появились в 2016 году. Развитие отрасли доверительного управления благодаря ИИС привело к стандартизации предлагаемых стратегий управления, которые зачастую позиционируются как более доходная альтернатива банковским депозитам;

- Начиная с 2019 года крупнейшие банки вышли с широкой линейкой инвестиционных продуктов для клиентов с разным аппетитом к риску, которые стали доступны в онлайн каналах. На фоне низких ставок по депозитам, спрос на альтернативные формы сбережений возрос, как результат наблюдался двукратный прирост числа клиентов

на брокерском обслуживании и в доверительном управлении. При этом брокеры крупных банковских структур сделали ставку на массовом частном инвесторе. Снижение ставок по депозитам до минимальных исторических уровней на фоне мягкой ДКП, возможность быстрого открытия счета через мобильное приложение и рост интереса физических лиц к самостоятельным инвестициям - все это привело к рекордному росту количества частных инвесторов с 2018 года по середину 2024 года практически в 15 раз с 2,2 млн до 32,4 млн, составив 42% от трудоспособного населения.

- Мобильные приложения брокеров крупнейших банковских структур стали основным каналом привлечения новых клиентов, начиная с 2019 года. При этом их привлекали путем активных маркетинговых кампаний (кэшбек и бонусы за инвестиции) и путем предложения накопительных продуктов, в рамках которых средства вкладываются в биржевые ПИФ. В результате доля рынка частных клиентов банковских брокеров выросла до 90%. Как следствие активных маркетинговых кампаний, существенная доля открытых брокерских счетов (89% по состоянию на июнь 2024 года) состояла из так называемых “пробных” счетов, остатки по которым были ниже 10 тыс. руб.;

- Структура активов физических лиц становилась все более диверсифицированной: выросла доля иностранных акций и биржевых фондов, ориентированных на широкий рынок. В период 2020-2021 года частные инвесторы проявляли активный интерес к акциям иностранных эмитентов, при этом банки зачастую предлагали клиентам, в том числе старшего возраста, сложные структурные продукты;

- В условиях повышенной волатильности в конце 2021 года розничные инвесторы активно приобретали российские акции, из которых выходили нерезиденты. По итогам 2021 года объем покупок акций резидентов и квазинерезидентов физические лица превысили объем покупок иностранных акций. При этом интерес к российским акциям усиливался в периоды ослабления рубля и падения фондового рынка: физические лица действовали контрциклично, оказывая стабилизирующее воздействие на рынок;

- Доля активных клиентов (совершивших не менее одной операции в месяц) на конец июня 2024 года составляла порядка 12% или 3,5 млн частных инвесторов, при этом доля квалифицированных инвесторов составила 1,8% или 0,8 млн частных инвесторов.

- В 2022 году, в результате жестких санкций, часть активов частных инвесторов в зарубежных юрисдикциях была заморожена. Это негативно сказалось на активности частных инвесторов, на фоне снижения интереса к фондовому рынку:

- выжидательная позиция инвесторов с отрицательной переоценкой российских активов в портфелях;

- заморозка иностранных ценных бумаг, учитываемых в депозитариях недружественных стран;
 - недоступность приложений брокеров, попавших под санкции, в App Store и Google Play;
 - закрытие корпоративной отчетности и неопределенность относительно будущей дивидендной политики компаний;
 - рост привлекательности альтернативных способов вложения средств (депозитов, недвижимости, драгоценных металлов и так далее).
- К сокращению объема активов по итогам 2022 года (активы частных инвесторов упали практически на 30% до 6 трлн руб.) привели вывод средств со счетов (нетто отток с брокерских счетов физических лиц порядка 0,8 трлн руб.), отрицательная рыночная переоценка акций и заморозка активов. Отрицательная переоценка некоторых категорий активов, например российских акций, была лишь частично компенсирована притоком новых средств в эти инструменты;
- Но уже в 2023 году ситуация восстановилась (совокупная стоимость активов частных инвесторов составил 9,2 трлн руб.), приток новых денег на фондовый рынок в 2023 году (нетто приток в размере 1,2 трлн руб.) перекрыл отток 2022 года, при этом основная часть притока была сформирована взносами квалифицированных инвесторов. Частные инвесторы вернулись на фондовый рынок, их число продолжало расти, благодаря увеличению доходов населения, а также высокому интересу к рынку капитала. Также сильным стимулом для частных инвесторов в 2023 году выступали рост индекса МосБиржи и высокие дивидендные выплаты. Рост индекса МосБиржи способствовал интересу розничных инвесторов не только к акциям крупных эмитентов, входящих в Индекс, но и к новым размещениям (IPO). В 2023 г. состоялось восемь IPO на общую сумму 41 млрд руб. Основными покупателями в рамках данных IPO выступали частные инвесторы со стажем более трех лет;
- Санкции против Группы Московская Биржа, введенные в июне 2024 г., наряду с жесткой ДКП и высокими ставками по депозитам, привели к временному снижению активности частных инвесторов на фондовом рынке, особенно во второй половине года. При этом частные инвесторы играли существенную роль в новых IPO в течение первого полугодия 2024 года, когда состоялось порядка 12 IPO сделок, с объемом финансирования в размере 77 млрд руб.

Анализ динамики объема активов, gross оборотов и оборачиваемости портфелей частных инвесторов на рынке акций в разрезе по категориям, в зависимости от размера портфеля.

Объем активов (рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций российских компаний в периметре инфраструктуры Московской Биржи) и структура в разрезе категорий физических лиц-инвесторов представлена на рисунке 1.37. Инвесторы были разделены по категориям на основании максимального размера активов на фондовом рынке, которые были на их счете за период их присутствия на Московской бирже. Под активами на фондовом рынке в данном случае понимаются акции, облигации и депозитарные расписки. Были выделены следующие категории в зависимости от размера активов:

- Family office (FO) – активы более 1 млрд руб.
- Ultra-high net worth individuals (UHNWI) – активы от 100 до 1000 млн руб.
- High net worth individuals (HNWI) – активы от 100 до 1000 млн руб.
- Affluent – активы от 1 до 10 млн руб.
- Mass – активы до 1 млн руб.



Рисунок 1.37 Рыночная стоимость акций в периметре МосБиржи в разрезе категорий физических лиц-инвесторов

Объем активов вырос в каждой из категорий, однако рост активов инвесторов категорий Mass и Affluent был выше, чем у остальных, особенно с 2020 года, в результате их совокупная доля выросла до 35% в бм. 2024 по сравнению с 24% в 2015 году.

Рост gross-оборотов наблюдался по всем категориям физических лиц, особенно ускорившись в 2020 году, при этом можно отметить, что, после снижения в 2022 году, все категории кроме самой богатой, смогли восстановить свои обороты в 2023 году.

По внутренним данным Московской биржи на инвесторов-физических лиц с высоким уровнем алготорговли (больше 10 тыс. ордеров в день) приходилось 15-20% gross-оборотов в 2023-1П 2024 году (8-10% в 2015-2019 годах и около 12-17% в 2020-2022 годах). При этом самая значительная доля алготорговли среди физических лиц наблюдалась в категории UHNWI: на высокий уровень алготорговли (больше 10 тыс. ордеров в день) приходилось 40-50% gross оборотов этой категории в 2023-1П 2024 года (15-20% в 2015-2019 годах и около 27-32% в 2020-2022 годах) (рисунок 1.38).

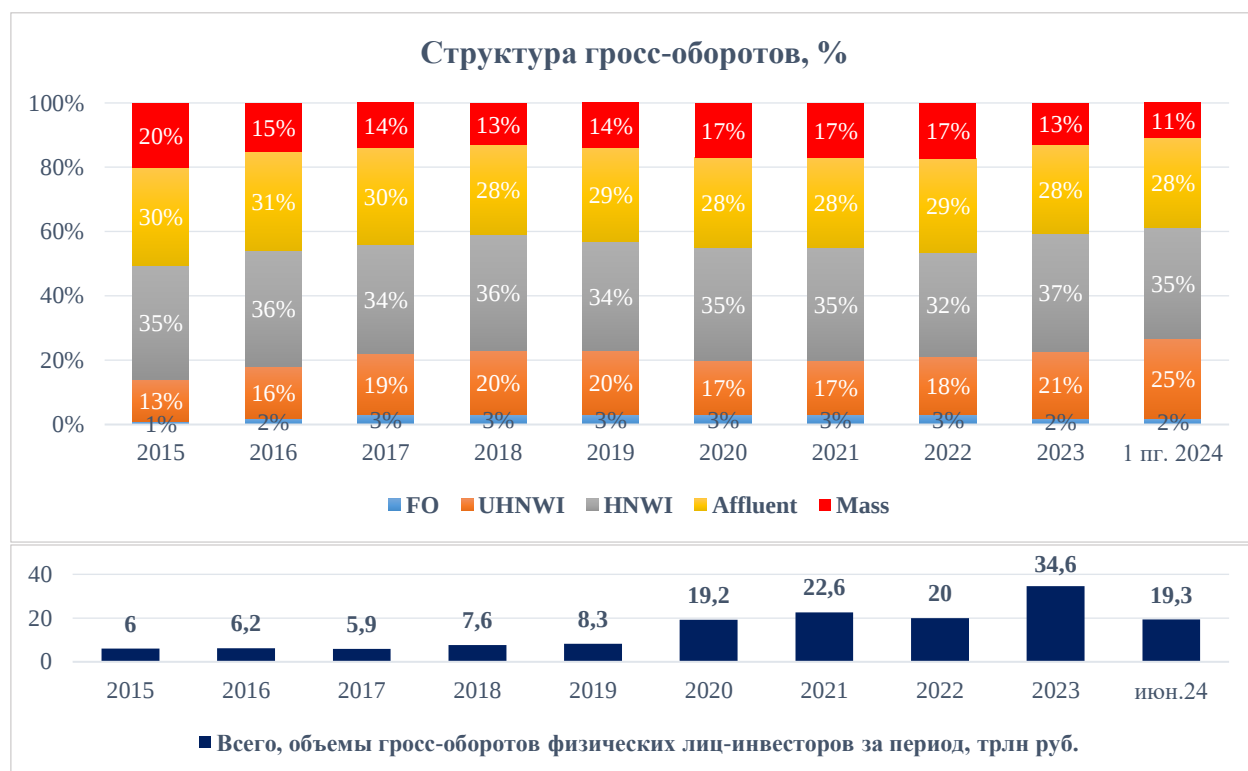


Рисунок 1.38 Оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи в разрезе физических лиц

В таблице 1.26 приведена оборачиваемость физических лиц в разрезе основных групп. Самая низкая оборачиваемость (больше всего дней, 228 в 1П 2024) наблюдается у самой богатой группы с активами свыше 1 000 млн руб., что позволяет предполагать, что с точки зрения срока владения категория family office достаточно похожа по поведению на группу инвестиционные фонды и управляющие компании.

Таблица 1.26 Оборачиваемость физических лиц в разрезе основных групп

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1П 2024
Оборачиваемость активов ФЛ-инвесторов в биржевых днях	14	26	35	31	44	32	46	36	46	46
FO	167	149	145	144	228	185	242	138	307	228
UHNWI	27	43	50	45	62	48	65	42	46	37
HNWI	15	27	40	31	44	29	40	34	42	44
Affluent	9	16	22	20	27	24	36	32	43	44
Mass	3	6	8	7	11	10	19	20	32	39

Выводы:

1. В течение исследуемого периода с 2017 по 2024 год рост благосостояния домохозяйств опередил рост ВВП (финансовые активы домохозяйств выросли в 2.3 раза, при росте ВВП 1.9 раз), что говорит о склонности домохозяйств к сбережениям. При этом доля инвестиций в акции и ПИФы в кошельке домохозяйств выросла в 2 раза с 6% до 12%, что показывает рост интереса частных инвесторов к альтернативным видам сбережений; Данный вывод мы учитывали при построении факторной модели и сценариев развития рынка капитала, как представлено в части 2 отчета.

2. Потенциал у спроса есть - высокая доля наличных и депозитов в кошельке домохозяйств (78%), низкая доля активных инвесторов в трудоспособном населении (5%), что существенно ниже проникновения в развивающихся странах с сопоставимым ВВП на душу населения (Китай, Турция). При этом о доверии говорить рано, нужно постараться направить сбережения людей через рынок капитала в экономику, активируя дормантные счета для инвестирования. Данный вывод мы учитывали при построении факторной модели и сценариев развития рынка капитала, как представлено в части 2 отчета.

3. Возможность инвестировать в акции зарубежных стран, будучи важным драйвером роста активности частных инвесторов до 2022 года, обернулась драмой замороженных активов российских инвесторов, при этом инвесторы вернулись на рынок в 2023 году, несмотря на потери. Это говорит об устойчивости и восстановительной способности рынка.

4. Также виден потенциал роста доли страховых и пенсионных активов в кошельке домохозяйств, на сегодняшний момент в России эта доля очень низкая (6%). На базе этого вывода мы сделали дополнительное исследование лучших практик и представили в части 4 отчета.

5. Доля массового сегмента в активах растет из года в год. При этом, квалифицированные инвесторы продолжают оказывать существенное влияние на рынок

акций, и они составляют 1,8% от общего числа инвесторов и в их портфелях сосредоточено более 77% активов на конец июня 2024 года.

6. Частные инвесторы представляют самую высокую активность на рынке акций, в то же время по ним наблюдается удлинение срока нахождения в рынке (средний срок увеличился с 14 до 46 дней).

1.4.3 Анализ динамики активности институциональных инвесторов на российском рынке акций в период в 2015-1П2024 гг.

В силу того, что институциональные инвесторы управляют деньгами третьих лиц, их деятельность можно разделить на два компонента – привлечение и размещение средств.

Основные отличия между классами институциональных инвесторов состоят в том, каким образом они привлекают клиентские средства, и в риск-профиле их клиентов.

К основным институциональным игрокам можно отнести следующие:

- **Управляющие компании (УК).** Это ключевые игроки как на российском, так и на мировом рынке. Они создают паевые фонды (в российских реалиях – ПИФы) и привлекают в них средства населения или других инвесторов.

Доля иностранных УК во владении российскими акциями в свободном обращении (free-float) исторически достигала 70%. Это было связано с недостатком внутреннего капитала, в то время как западные УК могли с легкостью привлекать крупные суммы и размещать их на развивающихся рынках. Нерезиденты, как правило, предпочитали акции быстрорастущих секторов – технологического, потребительского, банковского, тогда как сырьевые сектора были среди них менее популярны.

После 2022 года все инвестиции резидентов недружественных стран – то есть почти все иностранные институциональные инвестиции – были переведены на счета типа С. В последние три-четыре месяца перед этим нерезиденты активно продавали российские бумаги. Тем не менее, по приблизительным оценкам, около 60% free-float российских акций оказались на счетах типа С УК-нерезидентов.

- **Пенсионные фонды.** Суть деятельности пенсионных фондов достаточно очевидна – накапливать пенсионные взносы от индивидуумов, их работодателей и государства, инвестировать эти средства и впоследствии выплачивать из этих активов пенсии. Зачастую средства пенсионных фондов инвестируются ими не напрямую, а через внешние управляющие компании. В России обязательство пенсионных фондов передавать средства в управление внешним УК закреплено законом. Иностранные пенсионные фонды были довольно крупными инвесторами в России до 2022 года, покупая российские акции

через внешние или собственные УК. В российской же экономике объемы пенсионных накоплений невелики и не играют значительной роли на рынке акций.

Российская пенсионная система состоит из двух частей – обязательной и добровольной. До 2014 года в пенсионные фонды поступала часть обязательных социальных взносов в размере 6% от фонда оплаты труда. Эти средства шли либо в негосударственные фонды (НПФ), либо в ПФР. С 2014 года новые средства в систему обязательного пенсионного страхования не поступают, но НПФ и ПФР продолжают управлять средствами, накопленными до того. Добровольная же пенсионная система продолжает существовать в привычной форме. Как правило, это корпоративные программы, где пенсионные взносы делаются работодателем либо полностью, либо в режиме софинансирования. В целом объем средств в российской пенсионной системе на конец 2023 г. составляет 7,5 трлн руб., или 4,4% ВВП – незначительный объем по глобальным меркам. Более того, российские пенсионные фонды из-за жесткого регулирования предпочитают не брать риски на рынке акций, и акции составляют лишь небольшую часть их портфеля – порядка 5 %. В итоге НПФ владеют менее 3 % free-float российского рынка акций.

Деятельность НПФ достаточно сильно зарегулирована. Так, с точки зрения эмитентов, НПФы могут инвестировать пенсионные накопления лишь в акции, которые находятся в высшем котировальном списке (первый уровень листинга) либо входят в Индекс МосБиржи. Исключение сделано для акций инновационных компаний, которые могут находиться и в котировальном списке второго уровня.

- **Страховые компании (СК).** СК формируют резервы за счет сбора страховых премий и финансируют из них страховые выплаты. Поскольку между сбором страховых премий и выплатами существует временной лаг, временно свободные резервы инвестируются в финансовый рынок. В случае страхования жизни этот временной разрыв максимален, поэтому резервы, сформированные за счет страхования жизни, имеют наибольший срок. В российских же реалиях объемы страховых резервов незначительны. В первую очередь из-за недоразвитости рынка страхования жизни. Кроме того, российские СК держат незначительную долю активов в акциях – около 3-4%. В итоге на долю страховых компаний приходится менее 1% free-float российского рынка. Страховые компании могут покупать в резервы лишь акции компаний из высшего котировального списка (первый уровень листинга).

- **Эндаументы.** Это целевые фонды для функционирования некоммерческих и благотворительных организаций. Достаточно экзотическое явление в российских реалиях. Хотя в России насчитывается более 200 эндаументов, лишь один из них является крупным

– порядка 100 млрд руб. Средства эндаументов, как правило, передаются в управление внешним УК. Заметной роли на локальном рынке акций не играют.

- **Суверенные фонды.** Создаются странами, имеющими значительные внешнеторговые профициты, с тем чтобы застраховаться от ухудшения внешнеторговой конъюнктуры. По сути, они являются частью валютных резервов, но если собственно резервы должны быть ликвидными и вкладываются в высоконадежные облигации, то суверенные фонды вкладываются в основном в акции и прямые инвестиции и имеют длинный горизонт инвестирования. Крупнейшие фонды принадлежат Норвегии (1,4 трлн долл. США), Китаю (1,3 трлн долл. США), Сингапуру (два фонда, 1,2 трлн долл. США) и странам Персидского залива. Суверенные фонды являются крупными игроками на глобальном рынке акций. Так, норвежский фонд владеет 1,5 % всех публичных компаний мира. На российском рынке акций суверенные фонды всегда играли важную роль. Тот же норвежский фонд в определенные моменты владел до 3 % российского free-float. В целом долю иностранных суверенных фондов во free-float рынка можно оценить в 5–7 %. В 2022 году активы «недружественных» инвесторов- нерезидентов были переведены на счета типа С, и под это ограничение попали фонды Норвегии и Сингапура. Однако страны Ближнего Востока не попали в категорию «недружественных», и их фонды формально могут оперировать на российском рынке. По сути, ближневосточные суверенные фонды остались единственной крупной группой инвесторов- нерезидентов на российском рынке акций. В российских реалиях к категории суверенных фондов относятся Фонд национального благосостояния России (ФНБ) и Российский фонд прямых инвестиций (РФПИ). Размер ФНБ составляет 12,7 трлн руб., РФПИ – 10 млрд долл. США. ФНБ, по сути, не оперирует на открытом рынке акций, хотя в кризисные моменты может делать стабилизирующие стратегические инвестиции – например, покупку привилегированных акций банков. В то же время РФПИ привлекает средства иностранных инвесторов на принципах софинансирования и зачастую выступает в роли портфельного инвестора.

- **Банки.** Инвестиции в акции не являются профильной деятельностью для банков. Тем не менее банки периодически появляются в реестре держателей акций той или иной компании, поскольку являются ключевыми элементами инфраструктуры рынка. Брокерские подразделения банков и независимые брокеры постоянно исполняют поручения клиентов на покупку/продажу акций, и в ходе исполнения этих поручений в каждый отдельный момент у брокера может появиться открытая позиция по той или иной бумаге, то есть акции временно окажутся на его балансе. Размеры таких позиций ограничены риск- лимитами. Кроме того, торговый деск банка имеет определенные лимиты на спекулятивные операции и может целенаправленно покупать акции – как правило, на

короткий срок. Также у банков периодически появляются пакеты акций, удержанных в качестве залога. На долю банков приходится чуть менее 3 % российского free-float рынка акций.

- **Фэмили-офисы.** Это организации, управляющие активами одной или нескольких состоятельных семей. Кроме управления профильным активом – стратегическими пакетами акций крупных компаний, они инвестируют часть средств, например, дивиденды, получаемые от ключевого актива, в рыночные инструменты. В основном рыночные инвестиции делаются из соображений диверсификации, чтобы снизить зависимость благосостояния бенефициара от ключевого актива. Фэмили-офисы имеют достаточные ресурсы, чтобы нанять команду профессиональных управляющих. Хотя формально они не управляют деньгами третьих лиц и не регулируются, по сути своей это профессиональные инвесторы, и их роль на рынке схожа с прочими институциональными игроками. В то же время отсутствие регулирования дает им больше гибкости в инвестиционной политике. Не существует какой-либо достоверной статистики по объемам активов российских фэмили-офисов просто потому, что они не имеют какой-либо специфической организационно-правовой формы. В статистике они скрываются за безличным понятием «юрлица». В России фэмили-офисы обладают очень значительными активами. Даже учитывая, что большая часть активов фэмили-офисов остается в профильных активах, они играют существенную роль на рынке акций. Их долю в российском free-float можно примерно оценить в 10–15 %. За последнее время доля фэмили-офисов, по всей видимости, заметно выросла. Исторически фэмили-офисы инвестировали существенную часть активов в иностранные активы, чтобы диверсифицировать региональные риски. Однако в 2022 году многие из бенефициаров либо сами столкнулись с санкциями, либо осознали риски санкций в будущем. Кроме того, доступ к западной финансовой инфраструктуре оказался затруднен независимо от санкционного статуса того или иного инвестора. На этом фоне незамороженные зарубежные активы состоятельных россиян были в значительной степени репатриированы и инвестированы в локальные активы.

В качестве итога вышесказанного можно привести такие графики по структуре инвесторской базы российского рынка акций:

Объем активов (рыночная стоимость обыкновенных и привилегированных акций российских компаний в периметре инфраструктуры Московской Биржи) и структура в разрезе категорий институциональных инвесторов-резидентов представлена на рисунках 1.39 и 1.40. По сравнению с 2015 годом значительно выросла доля инвестиционных фондов

и управляющих компаний (с 4% до 29%), в то время как доля НПФ снизилась с 18% по итогам 2017 года до 8% на июнь 2024 года.

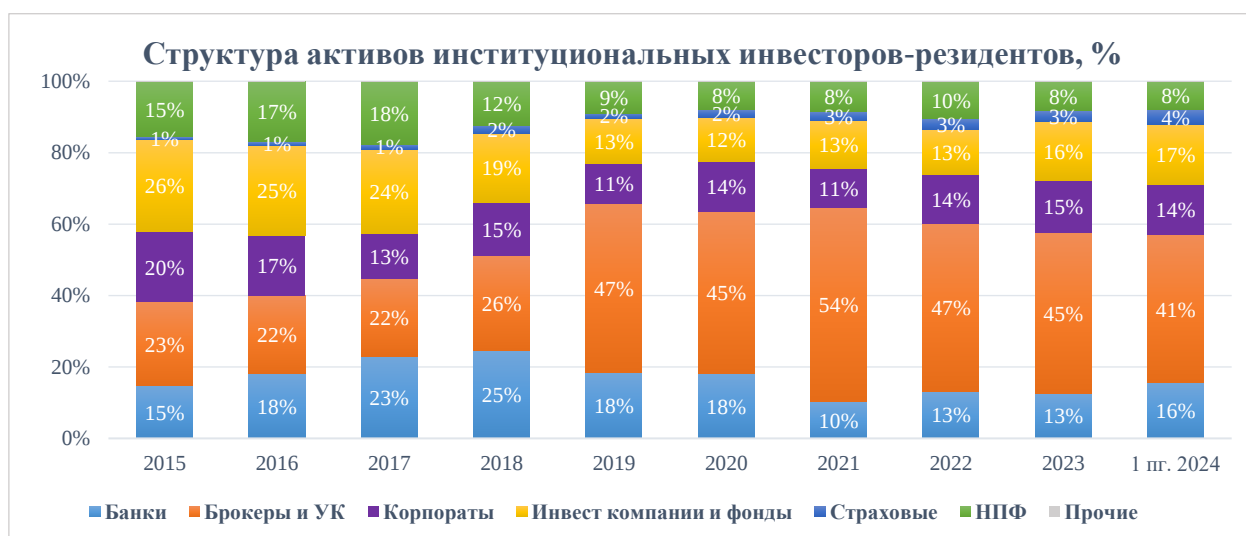


Рисунок 1.39 Структура активов в периметре МосБиржи в разрезе институциональных инвесторов-резидентов



Рисунок 1.40 Рыночная стоимость акций в периметре МосБиржи в разрезе резидентов и нерезидентов

Ниже, на рисунках 1.41 и 1.42, представлены gross-обороты институциональных инвесторов-резидентов в разрезе основных категорий. Начиная с 2019 года, оборот инвесторов рос, снизившись только в 2022 году, однако уже в 2023 он уже превысил уровень 2021 года. Значительнее всего выросли обороты прочих финансовых компаний (финансовые институты с лицензией непрофессионального участника и финансовые компании без лицензий), а также обороты инвестиционных фондов и управляющих компаний.

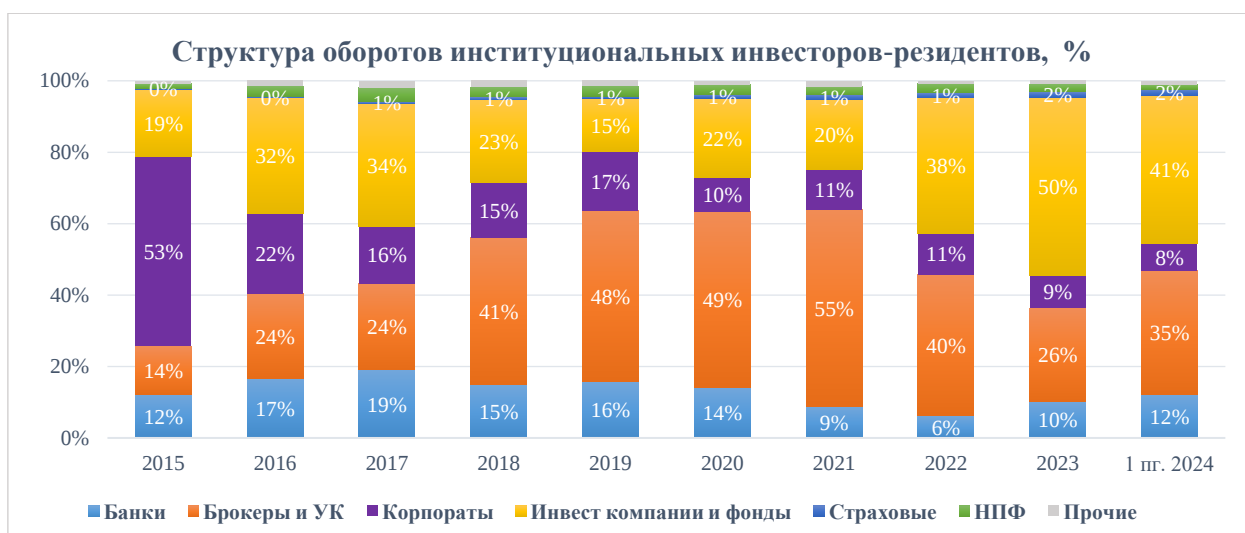


Рисунок 1.41 Оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи в разрезе институциональных инвесторов-резидентов



Рисунок 1.42 Оборот акциями российских эмитентов в периметре МосБиржи в разрезе резидентов и нерезидентов

В таблице 1.27 приведена оборачиваемость институциональных инвесторов-резидентов в разрезе основных групп. Самая низкая оборачиваемость (больше всего дней) наблюдается у инвестиционных фондов и управляющих компаний, а также НПФ, что позволяет говорить о них, как о долгосрочных инвесторах.

Таблица 1.27 Оборачиваемость институциональных инвесторов-резидентов

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1П 2024
Оборачиваемость в днях	38	96	112	125	171	158	177	133	148	107
Банки	46	103	136	207	199	203	208	282	182	137
Брокеры и УК	66	89	101	80	170	146	173	156	254	128
Корпораты	14	71	89	122	117	232	176	159	243	197
Инвест компании и фонды	52	74	77	104	142	87	120	44	49	44
Страховые	150	234	247	340	437	332	310	290	272	227
НПФ	415	566	515	552	550	439	677	520	561	629
Прочие	9	9	6	6	5	5	3	5	4	2

Анализ активности институциональных инвесторов на примере рынков других стран

Влияние институциональных инвесторов во всем мире поступательно увеличивается год от года как за счет количества активов под управлением, так и за счет доли в капитализации рынка. Согласно данным OECD, к 2019 г. институциональные инвесторы формировали 43% от мировой капитализации рынка против 36% на 2010 г.

Доля институциональных инвесторов в рыночной капитализации отличается по странам, так, например, в США институциональные инвесторы доминируют с 70% долей, а в Турции и Южной Корее их доля незначительная и составляет порядка 10%.

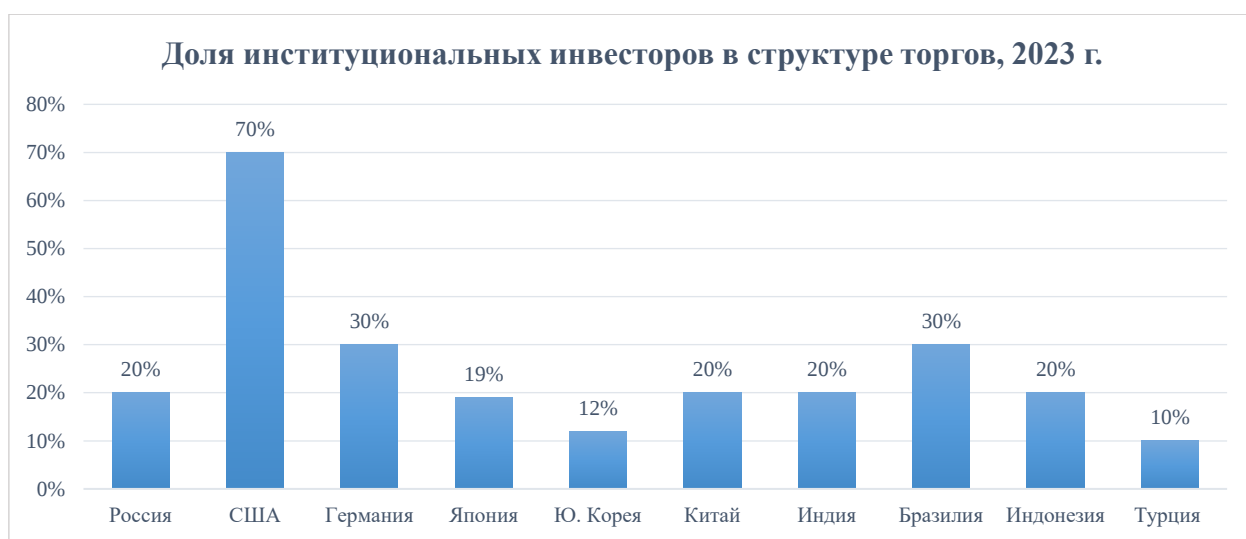


Рисунок 1.43 Доля институциональных инвесторов в структуре торгов за 2023 год

Увеличение роли институциональных инвесторов на рынке капитала оказывает следующее влияние:

- приводит к постепенному смещению инвестиционной стратегии в сторону пассивного управления портфелем;
- компании с высокой долей участия долгосрочных институциональных инвесторов демонстрируют более высокие показатели роста и эффективности;
- институциональные инвесторы являются одним из ключевых драйверов роста в impact strategy (в которой помимо финансовых целей также учитываются экологическое и социальное влияние от инвестиций). Так, совокупный среднегодовой темп роста инвестиций в impact strategy со стороны пенсионных фондов и страховых компаний с 2017 по 2022 гг. составил 32%.

Пенсионные фонды

Пенсионные накопления являются одним из основных источников долгосрочных пассивов для рынка капитала во многих странах. Длинный горизонт инвестирования позволяет им инвестировать значительную долю активов в акции.

С целью изучения мировых практик мы расширили список стран для анализа и включили также Австралию и Канаду, активы пенсионных фондов которых занимают 145% и 147% в ВВП соответственно (рисунок 1.44).

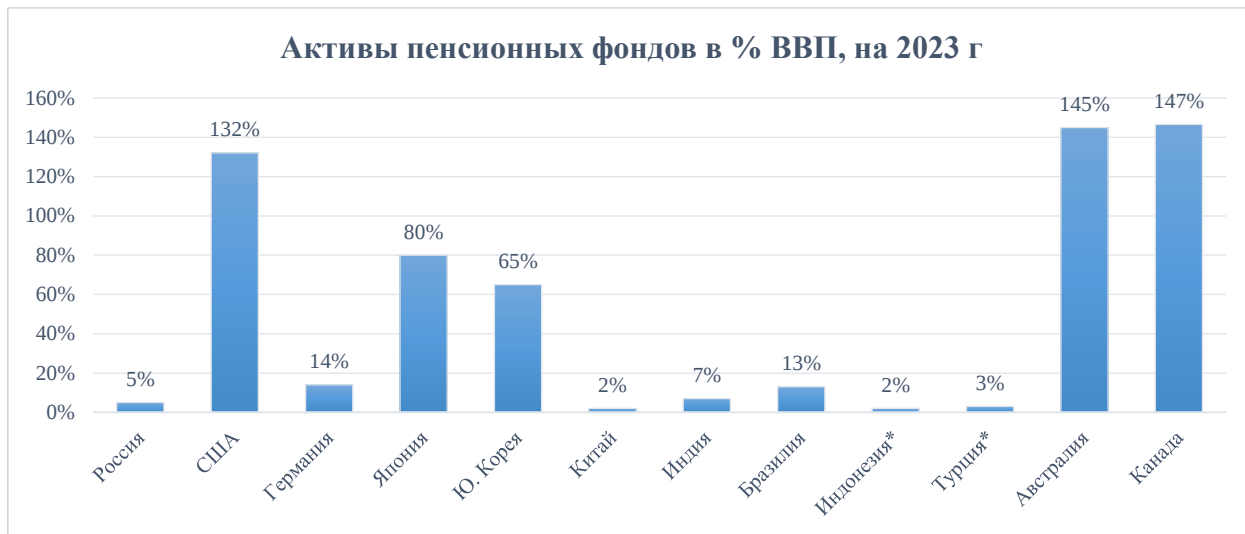


Рисунок 1.44 Активы пенсионных фондов в % от ВВП на 2023 год

* - данные по Индонезии и Турции представлены за 2022 г.

Объем средств в российской пенсионной системе находится в одном сегменте с другими развивающимися странами.

Помимо общего объема не менее важна структура пенсионных активов. Так, в таких странах как США, Канада и Австралия, долевыми ценными бумагами превышают 30% от общего портфеля пенсионных фондов. Инвестирование в долговые ценные бумаги значительно преобладает в Индии (78%) и России (73%) (рисунок 1.45).

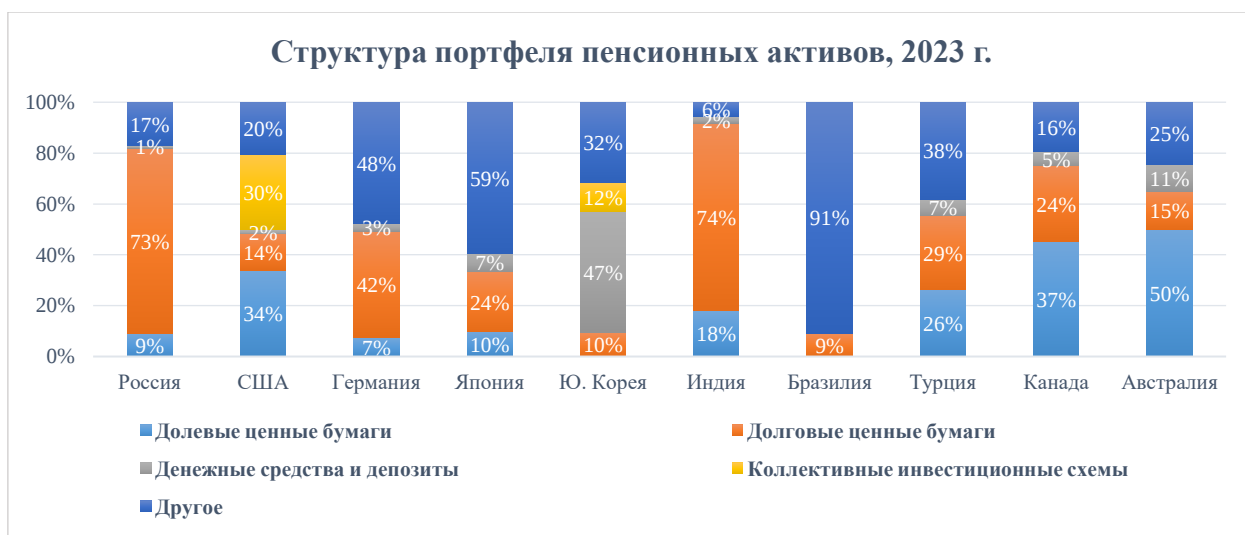


Рисунок 1.45 Структура портфеля пенсионных фондов на 2023 год

Средневзвешенная доходность инвестирования средств пенсионных накоплений, отражающая результаты инвестирования на счетах застрахованных лиц, по итогам 2023 года составила в России в номинальном выражении 7,8%, что выше инфляции. В реальном

выражении (скорректировано на инфляцию) этот показатель в 2023 г. также был положительным в 48 из 60 стран, по которым ведется мониторинг OECD (рисунок 1.46).

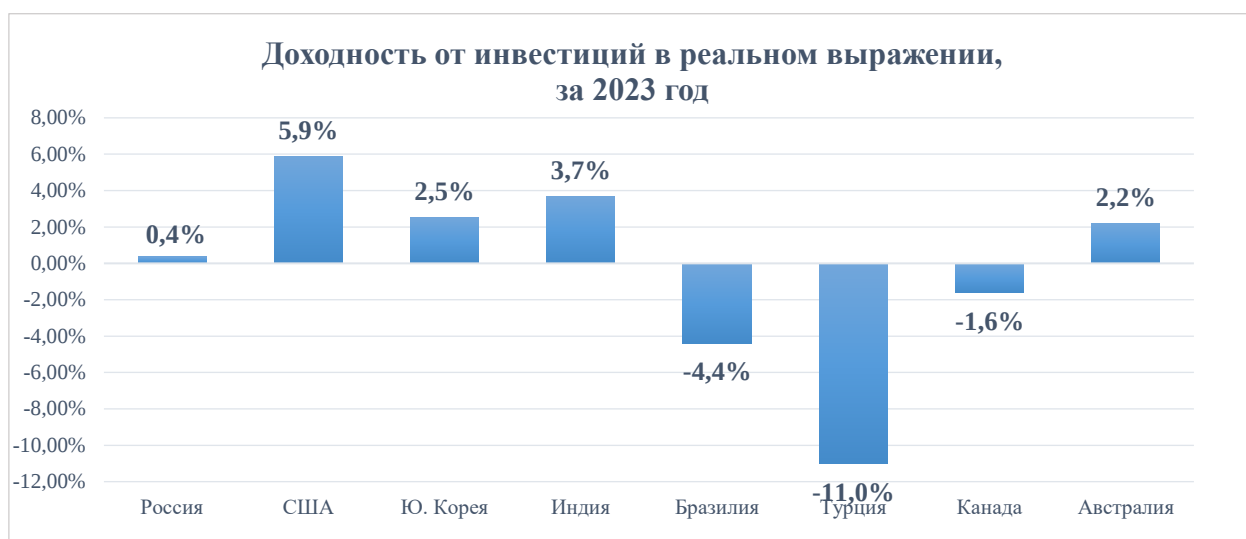


Рисунок 1.46 Доходность от инвестиций в реальном выражении за 2023 год

Страны с большой долей долевых ценных бумаг показали широкий разброс в показателе доходности в 2023.

При анализе, проведенном OECD на более длинном горизонте в 20 лет, из 17 стран только 3 (Латвия, Эстония, Чехия) показали отрицательную доходность в реальном выражении. Данные по России за сопоставимый период также показали отрицательную доходность (рисунок 1.47).



Рисунок 1.47 Доходность от пенсионных инвестиций в реальном выражении за 20 лет

* данные по России – за период 2004-2022 гг. ** данные по Турции – за 15 лет

На долгосрочном горизонте наибольшую доходность среди анализируемых стран показали инвестиции пенсионных фондов Австралии и Канады.

Потенциальная доходность от инвестиций пенсионных средств в России за аналогичный период, которая могла бы быть достигнута при распределении портфеля 60/40 долевых и долговых ценных бумаг, была оценена в реальном выражении в 5,5%.

Страховые компании

Наряду с пенсионными фондами на глобальных рынках страховые компании являются одними из основных источников капитала с длинным горизонтом инвестирования (рисунок 1.48).

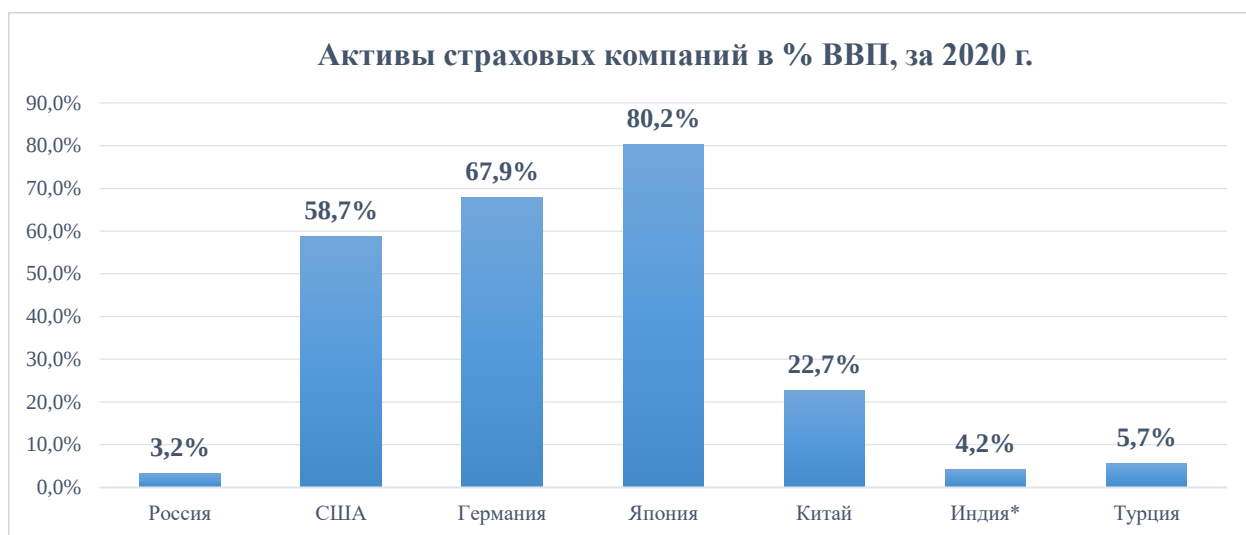


Рисунок 1.48 Активы страховых компаний в % ВВП за 2020 год

* Данные по Индии – за 2019 г.

В сравнении с рядом других стран, в России одна из самых маленьких долей портфеля, приходящихся на долевые ценные бумаги. Сходная с Россией структура инвестиционного портфеля страховых компаний представлена также в Турции (рисунок 1.49).



Рисунок 1.49 Структура портфеля страховых активов на 2021

* - данные по Китаю только по страхованию Жизни, за 2023 г. ** - данные по США – данные за 2022 г. *** - данные по России за 2023 г. **** - данные по Японии – только по страхованию Жизни

Выводы:

1. Исторически рынок капитала России существенно зависел от иностранных институциональных инвесторов (доходило до 50% в среднесуточных оборотах МосБиржи), локальные институциональные инвесторы не были значимо представлены на рынке вплоть до текущего момента (сейчас розничный инвестор “забирает на себя” 75% всех оборотов). После оттока (и замораживания) иностранных инвесторов в 2022 году на рынке осталось мало локальных длинных денег.

2. Развитие институциональных инвесторов в России будет способствовать росту капитализации фондового рынка, а также окажет положительное воздействие на рост продуктивности и эффективности компаний эмитентов.

3. Пенсионные фонды и страховые компании на глобальных рынках являются одними из основных источников капитала с длинным горизонтом инвестирования. При этом в России и пенсионные фонды, и страховые компании занимают незначительную долю экономики и не играют значительной роли на рынке акций.

4. Помимо незначительной доли активов пенсионных фондов и страховых компаний в ВВП, в России также применяются более строгие ограничения к инвестированию, по сравнению с рядом других стран с высокими показателями долгосрочной доходности институциональных инвесторов. Сдерживающие лимиты по активам институциональных инвесторов в акциях также ограничивают возможности по наращиванию доли free-float российского рынка.

1.4.4 Интернализация

В рамках нашего исследования, мы обнаружили изменения в поведении брокеров, а именно, начиная с 2022 года, после введения жестких санкций и ухода иностранных инвесторов, крупные брокеры стали прибегать к практике интернализации торгов.

Интернализация – это процесс, когда брокеры не выводят поступающие к ним заявки на совершение операций с ценными бумагами на открытый рынок, а оставляют их в своем внутреннем пуле, сводя существующие заявки клиентов между собой. Таким образом, брокеры не платят комиссию бирже за осуществление операций на ней, а могут оставить эту выгоду в своем периметре. При этом так как высокие уровни интернализации фактически могут привести к тому, что значительная часть спроса или предложения не дойдет до открытого рынка, теоретически это может негативно сказаться на уровне спреда.

С целью выявления значимости данного феномена на цену акций и как следствие капитализацию компаний, чьи акции в существенной мере подвергались интернализации, мы в своей работе изучили несколько гипотез, связанных с интернализацией.

1. Проверка гипотез об интернализации фондового рынка России и моделирование доли интернализации в обороте фондового рынка

Были получены данные по объему интернализированной торговли, как в разрезе отдельным бумагам, так и всего. Поскольку интернализованная торговля относится к брокерам, а их клиенты в первую очередь физические лица-инвесторы, для определения доли интернализации рассматривался именно оборот торговли физических лиц. Ниже представлен график с общим объемом интернализации, а также долей интернализации в обороте торговли физических лиц с 2020 года.

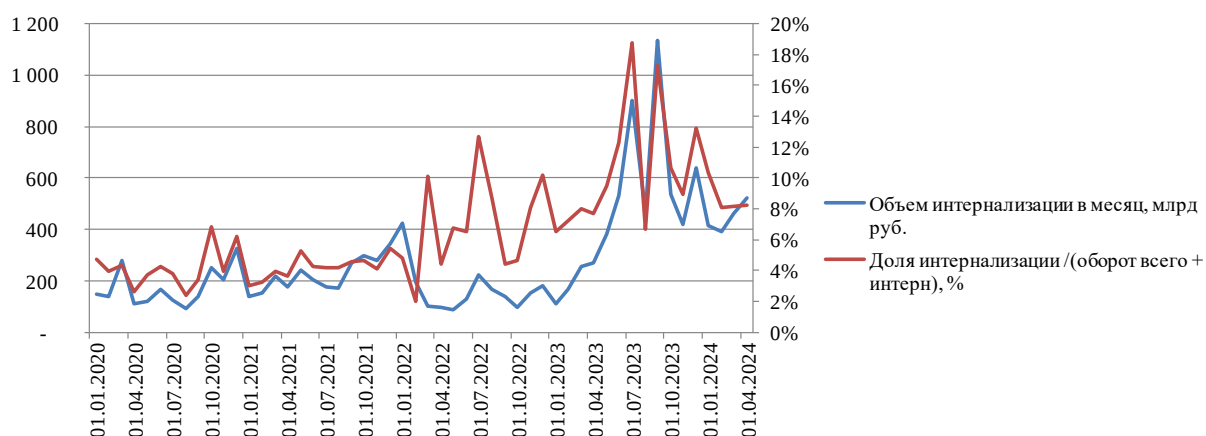


Рисунок 1.50. Объем интернализированной торговли и ее доли в обороте торговли физических лиц

Были математически подтверждены следующие гипотезы:

Объем интернализированной торговли начал значительно расти с апреля 2023 года (Приложение Е).

Доля интернализированной торговли в общем обороте (оборот + интернализация) начала расти в марте 2022 года (приложение Е).

2. Углубленный анализ по эмитентам с наиболее высокой интернализацией

Были выбраны 12 эмитентов, по акциям которых был наибольший объем интернализированной торговли по данным за 6 месяцев 2024 года. Общий объем интернализации по этим акциям за этот период составил 1193 млрд рублей (49% от всего объема интернализации). Рассматривались 3 гипотезы:

Гипотеза 1. С ростом интернализации растет отношение медианного спреда по выбранной акции к среднему уровню медианного спреда по всем акциям из индекса Мосбиржи Вывод: Гипотеза подтвердилась у большинства акций

Гипотеза 2. С ростом интернализации снижается доля оборота выбранной акции в общем торговом обороте по всем акциям из индекса Мосбиржи. Вывод: Гипотеза подтвердилась у части акций (32%)

Гипотеза 3. С ростом интернализации снижается количество клиентов по выбранной акции. Вывод: Гипотеза не подтвердилась

Агрегировано выводы представлены в таблице 1.28, а также в Приложении Е.

Таблица 1.28 Агрегированные выводы по интернализации на примере 12 эмитентов

Эмитент	Объем интернализации за 6 мес. 2024, млрд руб	% доля в общей интернализации за 6 мес. 2024	Гипотеза 1 (медианный спред)	Гипотеза 2 (оборот акций)	Гипотеза 3 (количество клиентов)
Яндекс	315	26%	V	X	X
ТКС	166	14%	V	X	X
Сбер	133	11%	V	V	X
Лукойл	112	9%	V	V	X
Пятерочка	101	8%	V	X	X
Газпром	93	8%	V	V	X
Озон	93	8%	V	X	X
Руснефть	56	5%	X	X	X
Магнит	44	4%	V	X	X
ПолюсЗолото	25	2%	V	X	X
ГК ПИК	15	1%	V	X	X
Роснефть	39	3%	V	V	X
Сумма	1 193				
Всего интернализация	2 430				
% от всей интернализации	49%				

Более подробное рассмотрение вышеуказанных гипотез в разрезе эмитентов представлено ниже.

Гипотеза 1

С ростом интернализации растет отношение медианного спреда по выбранной акции к среднему уровню медианного спреда по всем акциям из индекса Мосбиржи.

Вывод: Гипотеза подтвердилась у большинства акций.

Гипотеза 2

С ростом интернализации снижается доля оборота выбранной акции в общем торговом обороте по всем акциям из индекса Мосбиржи с учетом интернализации.

Вывод: Гипотеза подтвердилась у части акций (32%)

Гипотеза 3

С ростом интернализации снижается количество клиентов по выбранной акции. Для тестирования было определено синтетическое общее количество клиентов – аналитическое значение, которое показывает, сколько было бы клиентов, если бы весь интернализированный объем дошел бы до биржи.

Вывод: Гипотеза не подтвердилась ни на одной из акций

3. Анализ интернализации в разрезе брокеров

Дополнительно были проанализированы интернализированные обороты в разрезе обезличенных брокеров.

Были определены следующие выводы:

- В 2023 году отношение всего интернализированного оборота к объему торговли через брокеров составило 16%, снизившись в 1П 2024 года до 11%.

- В 2023 году на топ-3 брокера приходилось 69% объема интернализированного оборота по топ-15 акциям, увеличившись до 80% в 2024 году

- При этом с точки зрения в целом оборота в разрезе брокеров динамика оборота и доли крупнейших брокеров за последнее время следующие:

Общий объем оборота в разрезе крупнейших брокеров за 2023 год, а также доли, которые они занимают (рисунок 1.51).

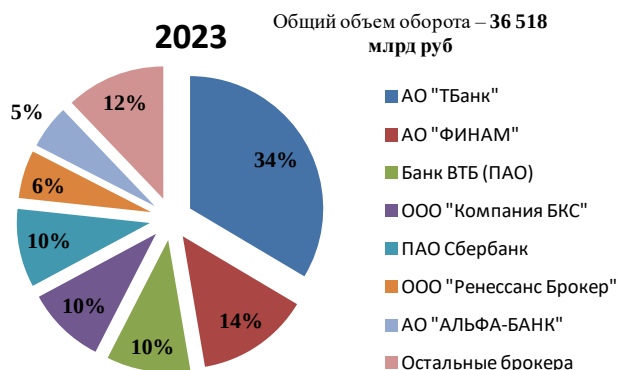


Рисунок 1.51 Общий объем оборота в разрезе брокеров за 2023 год

Общий объем оборота в разрезе крупнейших брокеров за 6 месяцев 2024 год, а также доли, которые они занимают (рисунок 1.52).

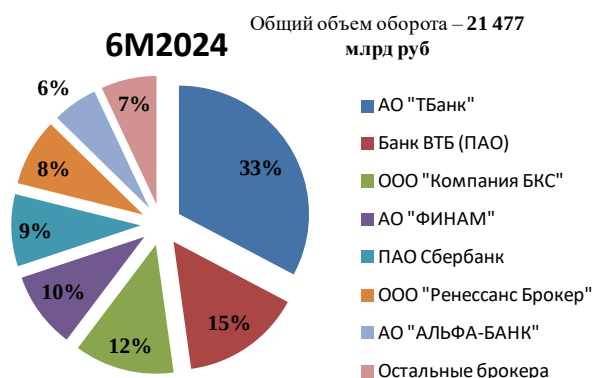


Рисунок 1.52 Общий объем оборота в разрезе брокеров за 6м2024 года

Данные по интернализованному обороту по 15 наиболее интернализованным ценным бумагам в разрезе обезличенных брокеров следующие (рисунок 1.53 и рисунок 1.54).

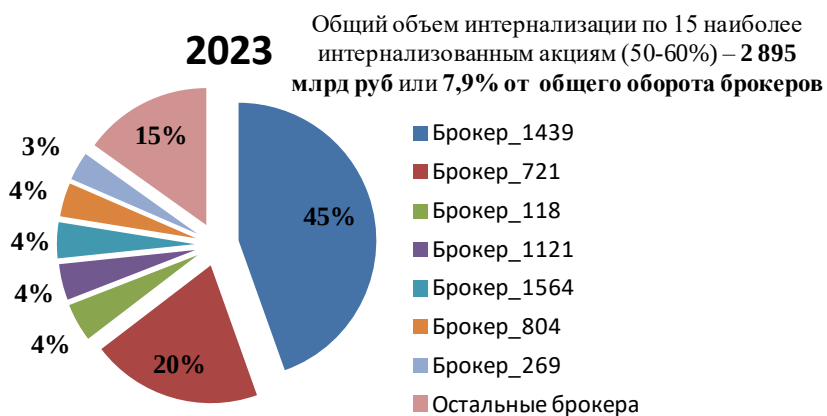


Рисунок 1.53 Общий объем интернализации в разрезе брокеров за 2023 год

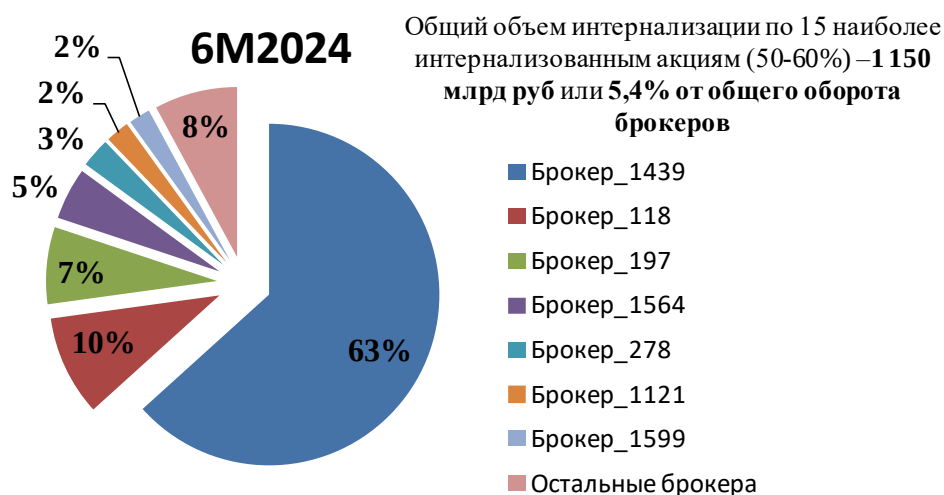


Рисунок 1.54 Общий объем интернализации в разрезе брокеров за 6м2024 года

Выводы:

В результате нашего исследования мы смогли подтвердить только часть гипотез, как представлено выше, при этом не смогли подтвердить нашу основную гипотезу о том, что интернализация существенно влияет на капитализацию компаний, акций которых в существенной мере были интернализованы крупными брокерами. Для следующих этапов нашего исследования мы принимаем фактор интернализации как незначащий.

Тем не менее, учитывая высокую концентрацию среди брокеров (топ 5 брокеров занимают около 80% оборота рынка), а также тот факт, что топ 5 брокеров осуществляют более 80% объёма интернализованных торгов, создает существенный риск повышения волатильности цены акций, иными словами рынок децентрализуется и исчезает механизм определения рыночности цены. Заложником ситуации становится инвестор. Мы продолжим изучать эту тему вне рамок данного исследования, на этом этапе мы ограничились изучением лучших практик управления интернализацией на рынке и представили результаты в разделе 4.

1.5 Результаты качественного и количественного исследования поведения частных инвесторов при принятии ими инвестиционных решений

Методология исследования

Исследование поведения инвесторов-физических лиц при принятии ими инвестиционных решений проведено методом массового опроса около 11 тысяч совершеннолетних россиян из 83 регионов страны, хранящих сбережения на счетах в банках и/или брокерских счетах.

Данная группа обладает потенциальной готовностью управлять своими финансами и инвестициями, а результаты опроса позволяют делать обобщения в целом для оценки инвестиционного потенциала населения Российской Федерации.

Метод сбора данных – онлайн-опрос (online surveys). Разослано было 977 679 клиентам, возврат анкет составил около 11 тыс. ответов, что составляет 1% конверсии.

По основаниям «пол» и «возраст» выборочная совокупность соответствует характеристикам генеральной совокупности. Представителями генеральной совокупности выступают пользователи услуг Московская Биржа, Росбанк, Альфа-Банк, МКБ.

В рамках проекта выделено и изучено инвестиционное поведение 3 групп:

1) «Инвесторы» – имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)

а) Инвесторы «биржевые», т.е. имеющие счёт у российского брокера и какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, в том числе акции;

б) Инвесторы «одиночки», т.е. не имеющие счет у российского брокера, но имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, в том числе акции;

в) Инвесторы «новички», имеющие общий опыт инвестирования до 3 лет;

г) Инвесторы «опытные», имеющие общий опыт инвестирования более 3 лет.

2) «Потенциальные инвесторы» – не имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, но планирующие инвестирование в акции;

3) «Не инвесторы» - не имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, не планирующие инвестирование в акции.

Группа «Инвесторы» изучена с позиции следующих характеристик:

- причины и мотивы инвестирования,
- самооценка компетентности в сфере инвестирования,
- объемы инвестиций в акции,
- препятствия для более активного инвестирования в акции,
- барьеры и препятствия на пути инвестирования в акции у не имеющих акции,
- максимальная комфортная цена за одну акции,
- предпочтительный вид дохода с акций,
- влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров,
- активность на бирже,
- оценка эмитентов,
- оценка наиболее перспективных сфер в экономике,
- ведение активов,
- общественные дискурсы в мире инвестиций,
- характеристика инвестиционного поведения акционеров,
- негативный опыт в инвестировании.

Группа «Потенциальных инвесторов» изучена с позиции следующих характеристик:

- мотивы инвестирования,
- самооценка компетентности в сфере инвестирования,
- объемы инвестиций в акции,
- максимальная комфортная цена за одну акции,
- предпочтительный вид дохода с акций,
- факторы, сдерживающие от инвестирования в фондовый рынок,
- характеристика инвестиционного поведения «потенциальных акционеров»,
- оценка наиболее перспективных сфер в экономике.

По группе граждан «Не инвесторы» выявлены:

- барьеры и препятствия на пути инвестирования в акции,
- оценка наиболее перспективных сфер в экономике,
- факторы, сдерживающие от инвестирования в фондовый рынок,
- характеристика инвестиционного поведения «не инвесторов».

Сравнение групп по характеристикам представлено в Приложении Б.

Результаты исследования

В данной части отчета мы представляем самые существенные результаты исследования в разрезе по основным группам - инвесторы, потенциальные инвесторы и неинвесторы. Полный отчет представлен в Приложении Б.

Характеристика – причины и мотивы инвестирования

«Биржевые» инвесторы связывают это в первую очередь с появлением собственного интереса (66%), целью обеспечить комфортную жизнь за счёт заработка на бирже и сбережений (50%) и с увеличением дохода (33%). У инвесторов «одиночек» на первом месте также интерес (46%), на втором месте – увеличение дохода (37%) и на третьем месте – цель обеспечить комфортную жизнь (26%) (Рисунок 1.55). Каждого десятого подтолкнуло в мир инвестиций ближайшее окружение (10%).

Для абсолютного большинства инвесторов, как «биржевых», так и «одиночек», основной мотив инвестирования – получение источника пассивного дохода (83% и 74% соответственно) (рисунок 2). Движущим мотивом является также формирование финансовой подушки (64% и 56% соответственно). При этом значительная разница между инвесторами наблюдается в таких мотивах, как:

- диверсификация инструментов инвестирования – 28 п.п. («биржевые» - 40%, «одиночки» - 12%);
- пенсионные накопления – 21 п.п. («биржевые» - 44%, «одиночки» - 23%);
- получение различных налоговых льгот – 19 п.п. («биржевые» - 24%, «одиночки» - 5%).

Основную часть инвесторов не побуждает вкладывать средства стремление быть в тренде («биржевые» - 15%, «одиночки» - 11%) и формирование краткосрочных накоплений для какой-либо цели («биржевые» - 14%, «одиночки» - 16%).

Самые популярные причины, которые положили начало инвестиционной деятельности опрошенных, вне зависимости от имеющегося у них опыта инвестирования (до или больше 3 лет) – собственный интерес и цель обеспечить комфортную жизнь за счёт заработка на бирже и сбережений, причем вторая причина чаще распространена среди более опытных инвесторов (53% против 42%).

Хотя главные мотивы инвестирования действующих инвесторов вне зависимости от их опыта связаны с получением источника пассивного дохода, формированием финансовой подушки, сохранением собственного капитала от инфляции, ряд мотивов значительно преобладают в позициях «опытных» инвесторов, чем «новичков», а именно:

- сохранение собственного капитала от инфляции («новички» - 54% и «опытные» - 69%);
- пенсионные накопления («новички» - 34% и «опытные» - 50%);
- диверсификация инструментов инвестирования («новички» - 29% и «опытные» - 46%);
- получение различных налоговых льгот («новички» - 15% и «опытные» - 29%) (Рисунок 1.56).



Рисунок 1.55 - Причины начала инвестирования инвесторов в инструменты на российском фондовом рынке



Рисунок 1.56 - Мотивы инвестирования инвесторов в акции и другие инвестиционные инструменты

Характеристика – самооценка компетентности в сфере инвестирования

Группы, сообщества и каналы финансовой направленности в социальных сетях (67%), официальные интернет-сайты, приложения банков, предоставляющие возможность инвестировать (55%), а также книги финансовой направленности (40%) – одни из самых популярных источников получения базовых знаний в данной финансовой области «биржевыми» инвесторами (рисунок 1.57).

Инвесторы, не имеющие счёт у российского брокера, в первую очередь, берут информацию из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать (47%). Значительная дифференциация наблюдается в значениях по следующим источникам информации:

- книги финансовой направленности: «биржевые» – 40%, «одиночки» – 9%;
- каналы видеохостингов известных инвест-блогеров: «биржевые» – 34%, «одиночки» – 10%.

Довольно узкий круг лиц обращался к таким проводникам информации, как платформы с курсами, например, Skillbox, Coursera, Нетология («биржевые» - 9%, «одиночки» - 3%), инвестиционные менеджеры («биржевые» - 9%, «одиночки» - 9%), получал базовые знания в области инвестиций на работе («биржевые» - 10%, «одиночки» - 9%), в вузе, СПО в процессе обучения по своей специальности («биржевые» - 11%, «одиночки» - 8%).

С точки зрения опытности, обе группы инвесторов получили базовые знания в области инвестиций посредством различных источников из социальных сетей («новички» - 62% и «опытные» - 65%), официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать («новички» - 53% и «опытные» - 52%). К книгам финансовой направленности, экспертам в области инвестирования и каналам видеохостингов известных инвест-блогеров отмечается разное отношение: их чаще использовали «опытные» инвесторы, нежели те, кто занимается инвестициями менее 3 лет.

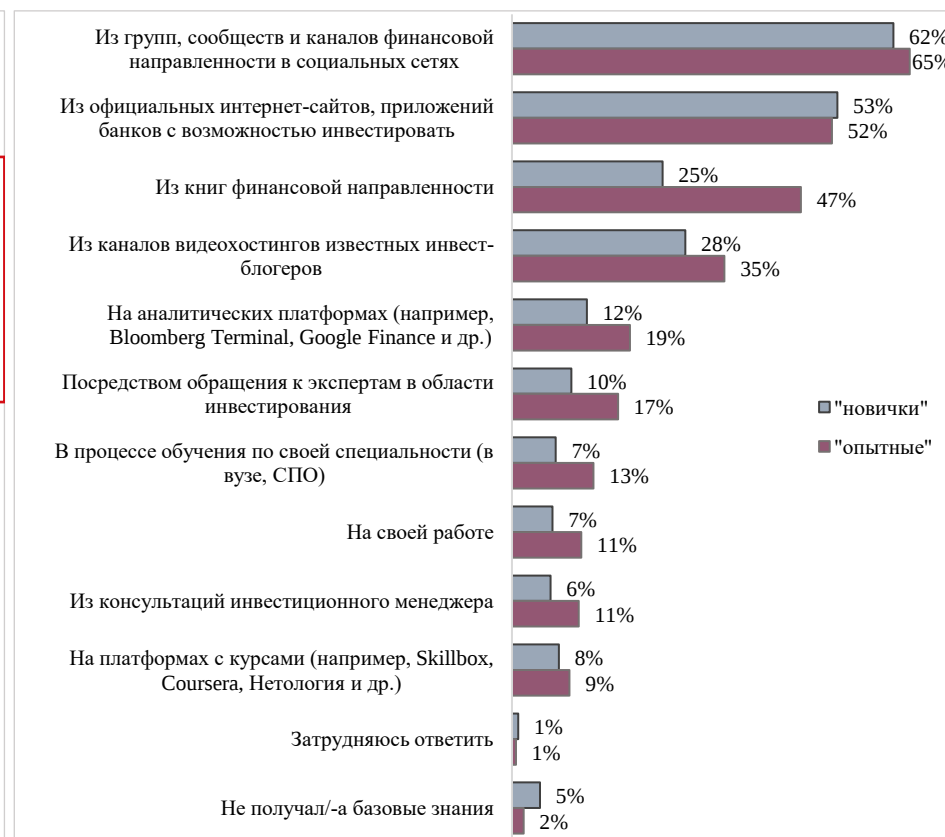


Рисунок 1.57 - Источники получения базовых знаний в области инвестиций акционеров

Характеристика – объемы инвестиций в акции

В основном обе группы опрошенных инвесторов инвестируют в акции до 10% от дохода (по 47%) (рисунок 1.58). Почти четверть из числа тех, у кого есть счёт у российского брокера и есть инструменты на российском фондовом рынке инвестирует до 20% от дохода, инвестирующих такую же долю среди инвесторов «одиночек» - всего 11%.

26% инвесторов, не имеющих счёт у российского брокера сейчас, не инвестируют в акции никакую часть от своего дохода.

Говоря о максимальном проценте, который хотел бы российский вкладчик инвестировать в акции, отмечается также наличие различий между двумя группами: «инвесторы-биржевые» хотели бы инвестировать в акции до 20% от дохода (27%) и до 40% от дохода (26%), а «инвесторы-одиночки» не хотели бы инвестировать так же много – до 20% от дохода (30%) и до 10% от дохода (22%). Более 60% от дохода хотел бы инвестировать в акции каждый десятый «инвестор-биржевой» (10%) и лишь каждый пятидесятый «инвестор-одиночка» (2%).

Опытные акционеры в настоящее время чаще инвестируют в акции высокие доли (более 40%) личного дохода («новички» - 12% и «опытные» - 21%) (рисунок 28). Среди них же, хотя и незначительно, выше доля тех, которые желают инвестировать более 40% личного дохода (52%), чем среди «новичков» (44%).

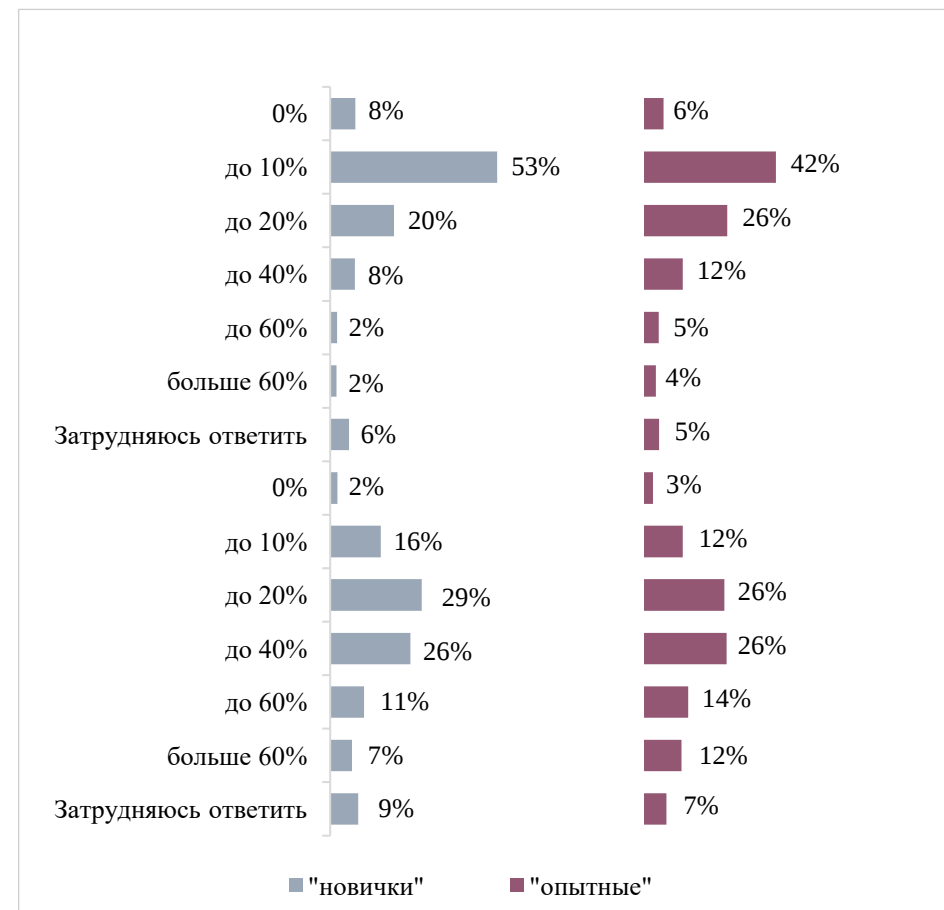


Рисунок 1.58 – Доли от личного дохода, инвестируемые в акции в настоящее время, и максимально желаемые для инвестирования

Характеристика – препятствия для активного инвестирования в акции

Зафиксирована разница в значимости факторов, являющихся препятствиями для большего инвестирования в акции (рисунок 1.59):

— для инвесторов «биржевых»: высокие ставки по депозитам (57%); недостаточность собственного дохода (45%); низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат (38%);

— для инвесторов «одиночек»: недостаточность знаний о финансовых инструментах (58%); недостаточность собственного дохода (47%) и высокие ставки по депозитам (35%).

Опытные акционеры, вкладывающие от 1% до 60% от своего дохода, одновременно с «новичками» видят существенными препятствиями на пути к еще более активному инвестированию - высокие ставки по депозитам («новички» - 45% и «опытные» - 52%) и ограниченность собственного дохода («новички» - 44% и «опытные» - 37%) (рисунок 29). При этом 38% опрошенных с опытом больше 3 лет сдерживает для большего инвестирования в акции низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат, с опытом до 3 лет – 26%. На недостаточность знаний о финансовых инструментах чаще указывают «новички» в сфере инвестиций («новички» - 40% и «опытные» - 21%).



Рисунок 1.59 - Препятствия для большего инвестирования в акции действующими акционерами

Характеристика – предпочтительный вид дохода с акций

Наиболее предпочтительным видом дохода для обеих групп инвесторов являются дивиденды («биржевые» - 47%, «одиночки» - 56%), на втором месте – рост стоимости акций («биржевые» - 42%, «одиночки» - 35%) (рисунок 9). Однако, следует подчеркнуть, что дивиденды чаще выбирали «инвесторы-одиночки» (разница между группами 9 п.п.), а рост стоимости акций – «инвесторы биржевые» (разница между группами 7 п.п.) (Рисунок 1.60).

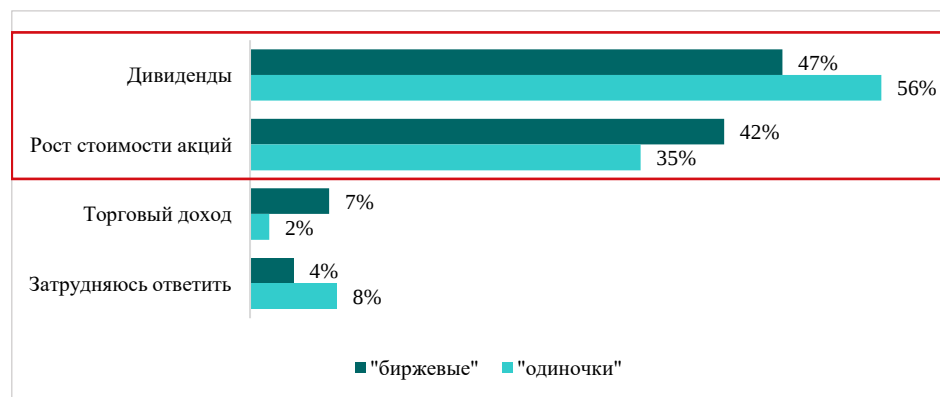


Рисунок 1.60 – Предпочтительные акционерами виды дохода для разных групп инвесторов

Практически каждый второй акционер со счётом у российского брокера продолжит инвестирование в ценные бумаги вне зависимости от повышения или понижения ставки по депозиту относительно доходности акций. Среди инвесторов «одиночек» таких лишь 22%, так как основная часть выведут средства на депозит, если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, для сравнения инвесторов «биржевых» составляет 35%.

Важно отметить, что только 14% инвесторов готовы активнее покупать ценные бумаги, если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5% (рисунок 1.61).

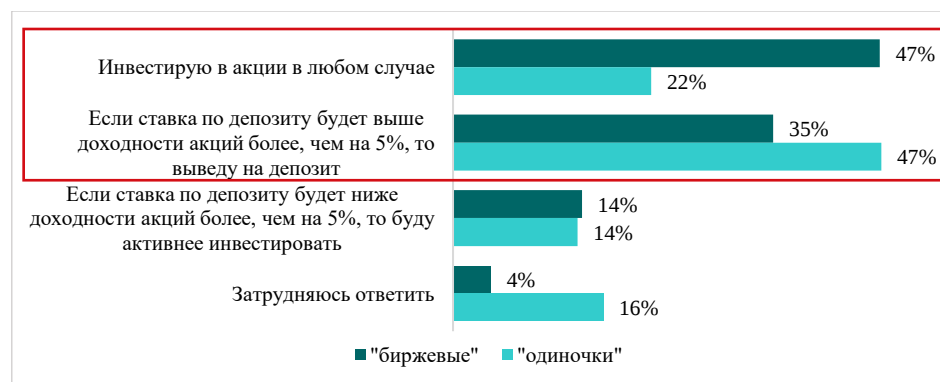


Рисунок 1.61 - Влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров

Характеристика – активность на бирже

Перед покупкой или продажей ценных бумаг инвесторы совершают различные действия (рисунок 1.62). Инвесторы «биржевые» изучают новости рынка в целом (61%), изучают рекомендации экспертов и аналитиков (55%), изучают новости о компании (49%) и анализируют графики цен, объем торгов (48%). Инвесторы «одиночки» совершают все те же действия, но в другой приоритетности и с гораздо меньшей долей совершения: они изучают новости рынка в целом (37%, разница в 24 п.п.), изучают новости о компании (31%, разница в 18 п.п.), изучают рекомендации экспертов и аналитиков (27%, разница в 28 п.п.) и анализируют графики цен, объем торгов (24%, разница в 24 п.п.).



Рисунок 1.62 – Действия, совершаемые инвесторами перед покупкой или продажей ценных бумаг

Характеристика – негативный опыт в инвестировании

Негативный опыт в инвестировании, с которым сталкивались инвесторы «биржевые», чаще всего был связан с убытками (61%), падением стоимости портфеля выше ожидаемого (58%), заморозкой активов (52%) (рисунок 1.63). В наименьшей степени негативный опыт инвесторов связан с невыгодными налоговыми последствиями сверх ожидания (10%). А 6% инвесторов и вовсе не сталкивались с негативным опытом при инвестировании.

Каждый третий инвестор «одиночка» также столкнулся с убытками (35%) и падением стоимости портфеля выше ожидаемого (35%). У более 30% опрошенных данной группы негативного опыта не было, что ещё раз подчёркивает их меньшую активность в инвестировании и предпочтение менее рискованных инструментов.

Каждый второй «новичок» сталкивался с негативным опытом инвестирования, например, падение стоимости портфеля выше ожидаемого (58%), убытки (53%), а каждый третий – с замороженными активами (31%) (рисунок 1.63). В отличие от акционеров с опытом инвестирования до 3 лет, у «опытных» самым распространённым негативным опытом являются: замороженные активы (65%), убытки (64%). С банкротством эмитентов сталкивались 9% «новичков» и 25% «опытных» инвесторов.

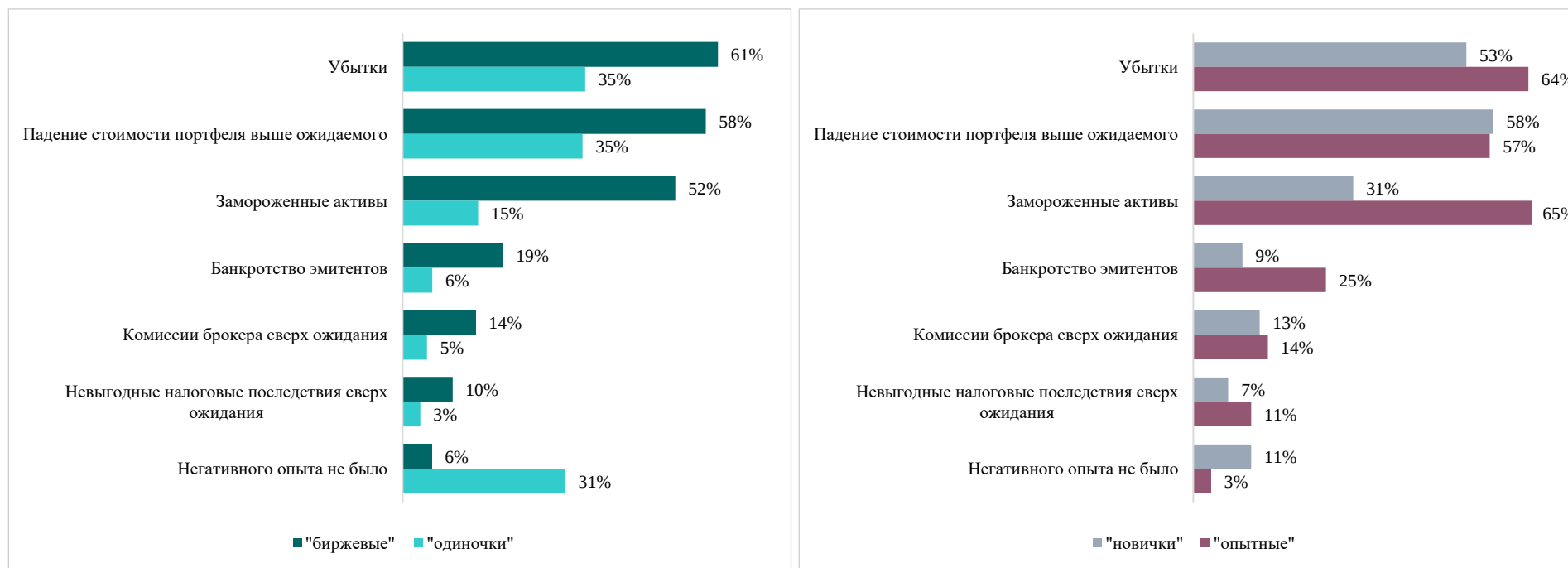


Рисунок 1.63 – Негативный опыт инвестирования инвесторов

Осуществляя инвестиционную деятельность на фондовом рынке, опыт инвесторов может быть разным (рисунок 1.64). Так, 40% инвесторов «биржевых» больше заработали, чем потеряли, 30% из них остались при том же объёме средств и каждый четвёртый (25%) – больше потерял, чем заработал. У инвесторов «одиночек» немного иная картина: более трети из них (34%) остались при том же объёме средств, 23% – больше потеряли, чем заработали; лишь каждый пятый из них (20%) – больше заработал, чем потерял, и около четверти (23%) затруднились оценить свой опыт инвестирования.

Каждый второй «опытный» акционер поделился опытом, что в процессе своей инвестиционной деятельности больше заработал, чем потерял (48%), чего не скажешь о «новичках» (27%) (рисунок 1.64). Большинство акционеров с опытом инвестирования до 3 лет остались при том же объеме средств (37%), среди инвестирующих больше 3 лет таких оказалось 26%.

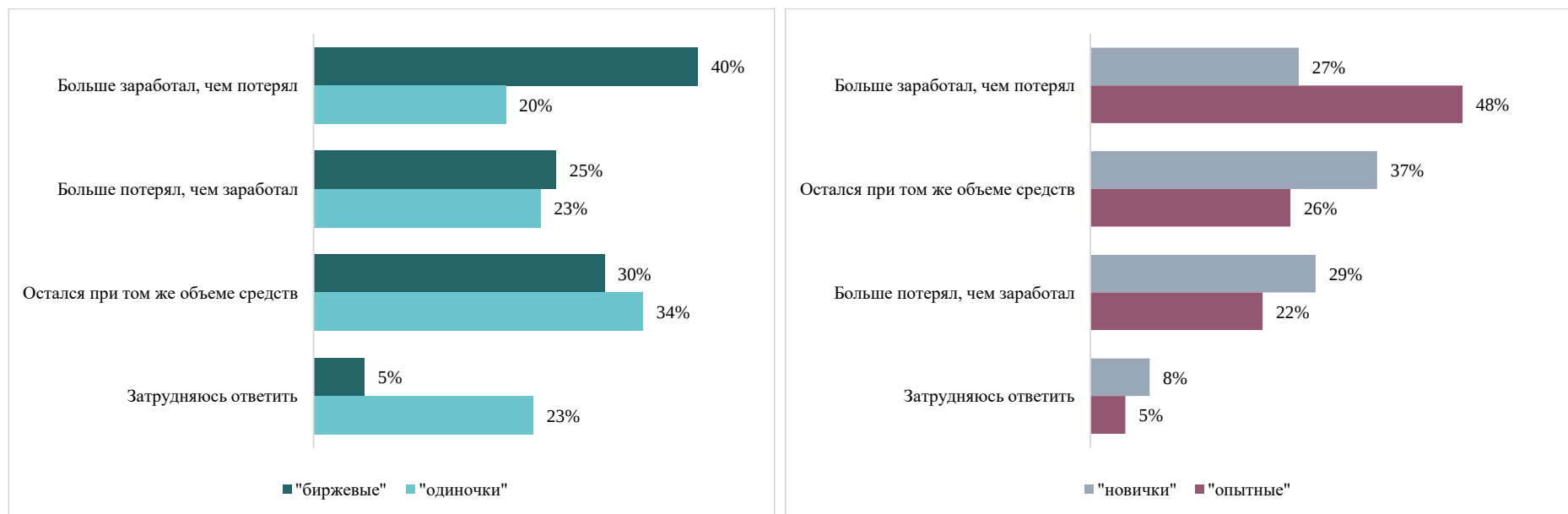


Рисунок 1.64 – Опыт инвесторов на фондовом рынке (в части успеха/дохода)

Выводы:

1. Текущие условия жесткой ДКП являются существенным сдерживающим фактором для частных инвесторов **дополнительно инвестировать** в акции, >80% инвесторов существенно чувствительны к ДКП и предпочтут инструменты денежного рынка, пока ставки существенно не пойдут вниз.

2. Большинство инвесторов (>60%) стремятся уберечь свой капитал от инфляции - не будут склонны выводить деньги в наличные, при этом >40% существующих инвесторов не выйдут полностью из инвестиции в акции, не зависимо от внешних условий. Также, чем больше доля акций в кошельке инвестора, тем менее он склонен переходить в инструменты денежного рынка, при этом инвесторы-одиночки и потенциальные инвесторы более волатильны.

3. Большинство текущих биржевых инвесторов либо удерживают свои портфели, либо торгуют не более чем 20% своего портфеля — это характеризует профиль инвестора как долгосрочный. Также доля агрессивных спекулянтов низкая во всех группах. При этом биржевые инвесторы готовы наращивать долю в кошельке в большей степени, чем инвесторы-одиночки. **Рост доли акций в кошельке инвестора существенно зависит от опыта инвестора на рынке капитала, при этом этот опыт должен быть успешным. Крайне важно сонастраивать рынок акций таким образом, чтобы частный инвестор был максимально защищён.**

4. Совокупная доходность по инвестициям в акции по мнению большинства инвесторов должна быть существенно выше инфляции и ставок по депозитам. Также большинство инвесторов отнесло свою стратегию инвестирования к категории «Бык», что отражает их фокус на курсовую доходность. При этом больше половины инвесторов оценивают свой опыт на рынке как “остался при своих” или “больше потерял, чем заработал”. Всем группам интересен опыт успешных инвесторов. **Вопрос доверия к рынку капитала является критичным.**

5. Дивиденды являются важным фактором для всех групп, при этом для инвесторов одиночек и потенциальных инвесторов это предпочтительный вид дохода. Инвесторы ждут регулярный (пассивный) доход от инвестиций в акции, есть существенная потребность в прозрачности в части дивидендов. **Это важный аспект для новых эмитентов - есть высокие ожидания по регулярному доходу от акций на стороне группы инвесторов, с существенной долей в обороте.**

6. Текущие налоговые льготы не рассматриваются большинством инвесторов, как мотиватор, при этом степень значимости этого фактора существенно снижается для инвесторов-одиночек, а также для потенциальных инвесторов. Также их отсутствие для

всех групп не является барьером для выхода на рынок акций. **Это указывает на недостаточный налоговый арбитраж в сторону долевого инструмента, текущая практика является незначимой для инвесторов.**

7. Недостаточная финансовая грамотность является ключевым барьером для тех, кто еще не пришел на рынок капитала. Это также топ 3 фактор успеха для существующих инвесторов. При этом, инвесторы-одиночки, имеют меньше инвестиционного опыта и менее образованы в управлении инвестициями, чем биржевые инвесторы. Биржевые инвесторы гораздо больше читают профессиональной литературы, смотрят экспертный видеоматериал или общаются с экспертами напрямую, чем инвесторы-одиночки и потенциальные инвесторы, большая доля потенциальных инвесторов в принципе не получала базовых знаний в области инвестиций. Также, биржевые инвесторы склонны самостоятельно погружаться в аналитику рынка, а не полагаться на мнение других. **Вопрос повышения финансовой грамотности является ключевым для развития рынка капитала.**

8. Риск потерять все при инвестициях в акции — это один из основных рисков, которые выделяют как инвесторы, так и потенциальные инвесторы. При этом основной негативный опыт, которым поделился каждый второй инвестор — это падение портфеля выше ожидаемого, убытки и замороженные портфели (иностранные акции). **Одним из фокусов развития розничного инвестирования должно стать направление коллективных инвестиций, под управлением высоко квалифицированных экспертов, что должно существенно снизить риски потерь на стороне инвесторов.**

9. Инвесторы высоко оценили качество и комфортность брокерской инфраструктуры, более 80% инвесторов довольны. **Это подтверждает качественную оценку большинства экспертов и является основополагающим фактором успешного развития розничного инвестирования.**

10. У тех людей, у кого есть брокерский счет, основным препятствием к инвестированию в акции являются высокие ставки по депозитам, для тех людей у кого брокерского счета нет - основным препятствием является недостаточная финансовая грамотность.

11. Все группы были единогласны в выборе топ 5 перспективных отраслей для инвестирования: промышленность, ИТ, финансы, связь/телеком, строительство.

12. Интерес к сделкам Pre-IPO достаточно низкий у всех групп, также как и к программе ПДС. **Требуется дополнительное продвижение этих механизмов.**

Выводы по Разделу 1:

1. Основные тренды и факторы, влияющие на капитализацию рынка акций в период 2015-1П2024 гг., выявленные в результате аналитического обзора:

- Основными факторами, влияющими на изменение биржевых индексов и как следствие капитализацию российского рынка стали цены на нефть и природные ресурсы, курс доллара, санкции, дивидендная доходность, ДКП.

- Выход на рынок акций новых компаний (изменение предложения) в течение исследуемого периода незначительно повлияло на рост капитализации рынка акций - дополнительная капитализация компаний, вышедших на рынок, составила порядка 2,5 трлн рублей (10% от капитализации рынка). Основными факторами изменения капитализации в течение исследуемого периода остается уровень спроса.

- В период до 2022 года мы выявили существенное присутствие иностранных инвесторов на рынке капитала (их доля в обороте достигала 49% в 2021 году), начиная с 2022 года, после введения жестких санкций, иностранные инвесторы полностью ушли с рынка, оставшись с замороженными активами. Для целей построения будущих сценариев рынка капитала до 2030 года, как указано в части 2 отчета, мы принимаем допущение, что иностранные инвесторы не вернутся на рынок капитала России.

- В течение периода исследования мы зафиксировали существенный рост локального спроса со стороны частных инвесторов, на фоне высокой технологичности инфраструктуры, и как следствие демократизация инвестирования с 2020-2021 года в период пандемии, низких ставок, технологии. При этом мы зафиксировали существенную корреляцию между оборотом и капитализацией рынка акций. Мы также зафиксировали сильную корреляцию между оборотом и долей в кошельке частных инвесторов.

- Потенциал у спроса есть - высокая доля наличных и депозитов в кошельке домохозяйств (78%), низкая доля активных инвесторов в трудоспособном населении (5%), что существенно ниже проникновения в развивающихся странах с сопоставимым ВВП на душу населения (Китай, Турция).

- На протяжении периода исследования рынок неоднократно подвергся шоковым влияниям в результате возрастающего санкционного давления, а также мирового кризиса, связанного с пандемией. Это оказывало прямое и существенное влияние на капитализацию рынка. При этом рынок восстанавливался в существенной мере после всех кризисных шоков, что показывает высокую степень резистентности.

Мы опирались на эти результаты исследования на этапе построения факторной модели для расчета капитализации рынка акций, как представлено в разделе 2.

2. Основные проблематики и вызовы для развития рынка акций, которые мы выявили в результате аналитического обзора:

- Низкая роль рынка капитала в экономике страны (мало компаний представлено, а также низкий уровень капитализации к ВВП), статично низкое предложение части экономики, высокой концентрацией крупных компаний, включая компаний с гос контролем, низким уровнем фактического free-float и самый низкий уровень минимального требования к free-float по сравнению с другими развивающимися странами.

- Многие развивающиеся страны показывают лучшую динамику в части темпов вывода новых компаний на рынок акций, включая компании сегмента МСП.

- Мы также не выявили системного подхода интегрирования рынка IPO с стратегическими целями развития экономики и фокуса на финансирование инновационных, высокотехнологичных компаний, как это выстроено на примере рынков капитала других стран.

- Также отличительным фактором для России является очень высокий уровень дивидендной доходности, практически в два раза превышая уровень доходности эмитентов развивающихся стран (который в свою очередь выше, чем в развитых странах), и низкий уровень P/E (Цена к прибыли на акцию) - российские компании в 1.5-2 раза дешевле, чем компании развивающихся стран.

- В рамках исследования мы выявили начиная с 2022 года распространение практики интернализации торгов крупными брокерами, на фоне существенной концентрации брокеров. В настоящий момент на российском рынке не внедрены механизмы управления интернализацией на рынке, с целью защиты инвесторов от волатильности цены.

- На стороне спроса - низкая развитость локальных институциональных инвесторов и как следствие низкая ликвидность рынка и высокая зависимость от иностранных инвесторов.

Мы углубились в данные проблематики, проведя дополнительные кабинетные исследования с целью выявления лучших практик зарубежных рынков капитала. Наши рекомендации мы представили в разделе 4.

3. Основные характеристики, выявленные в поведении частных инвесторов при принятии ими инвестиционных решений в результате опроса физических лиц:

- Условия жесткой ДКП являются существенным сдерживающим фактором для инвесторов увеличивать долю акций в кошельке

- Рост доли акций в кошельке инвестора зависит от продолжительности и успешности опыта на рынке акций

- Стабильность дивидендной и курсовой доходности являются важными факторами для частного инвестора

- Текущие налоговые льготы не рассматриваются большинством инвесторов, как мотиватор

- Финансовая грамотность является существенным фактором успеха для существующих инвесторов и ее недостаток - существенным барьером для выхода на рынок акций

- Риск потерять все при инвестициях в акции — это один из основных рисков, которые выделяют как инвесторы, так и потенциальные инвесторы.

- Инвесторы высоко оценили качество и комфортность брокерской инфраструктуры, более 80% инвесторов довольны.

- Все группы были единогласны в выборе топ 5 перспективных отраслей для инвестирования: промышленность, ИТ, финансы, связь/телеком, строительство.

- Интерес к сделкам Pre-IPO достаточно низкий у всех групп, также как и к программе ПДС.

Результаты данного этапа исследования мы использовали, как при построении долгосрочных сценариев развития рынка капитала, так и для формирования рекомендаций.

2 Факторная модель и долгосрочный сценарий развития российского рынка акций, описание долгосрочных трендов и факторов развития, профилей эмитентов и инвесторов, а также рисков, включая оценку их изменения при реализации разработанных сценариев

2.1 Факторы, оказывающие влияние на уровень капитализации фондового рынка

В рамках нашего исследования мы также обратились к опыту других исследователей, целью которых было изучение значимости факторов на капитализацию рынка акций, также на примере других стран.

Существует множество исследований, изучающих зависимость уровня капитализации фондового рынка страны от различных факторов. Факторы можно разделить на макропоказатели, а также показатели, характеризующие качественное состояние экономики, или уровень развития фондового рынка, а также социально-демографические показатели.

Среди макроэкономических факторов, влияющих на капитализацию фондового рынка, исследователи выделяют следующие группы.

Показатели, характеризующие экономическую активность или её рост. Чаще всего таким показателем выступает уровень валового внутреннего продукта (ВВП) или его динамика, также рассматривается индекс или объем индустриального производства, отражающий объем физически произведенной продукции. Например, на данных США за период с 1953 по 1983 годы была обнаружена положительная связь между динамикой индустриального производства и динамикой доходности Нью-Йоркской Фондовой биржи [1]. Параметры, описывающие относительные уровни ВВП (ВВП на душу населения в постоянных ценах, рост ВВП на душу населения) также оказывают положительное влияние на уровень капитализации фондового рынка [2]. Кроме того, в исследовании [3] на примере 15 стран (включая развитые и развивающиеся) за период с 1980 по 1995 год, была обнаружена положительная связь между уровнем капитализации фондового рынка относительно уровня ВВП и динамикой реального уровня ВВП (в постоянных ценах). С точки зрения отображения экономической активности в целом, включая объем услуг, предпочтительным фактором является ВВП, отражающий стоимость всех конечных товаров и услуг, произведенных на территории страны за определенный период.

Процентные ставки в экономике, характеризующие стоимость денег в экономике и соответственно оказывающие влияние на стоимость активов. При росте процентных ставок инвесторы могут корректировать аллокацию своих сбережений, направляя больше ресурсов в облигации или банковские инструменты. Кроме того, высокий уровень ставок

может оказывать негативное влияние на уровень корпоративных прибылей, ограничивая таким образом размер потенциальных дивидендов от акций. Например, в работе [4] рассматривалось влияние различных макропоказателей на рыночную капитализацию по 15 странам, в том числе развивающимся (Бразилия, Китай, Колумбия, Египет, Индонезия и др.) и развитым (Гонконг и Сингапур). Была обнаружена негативная связь между капитализацией и уровнем процентных ставок. В другом исследовании [5] изучалось влияние макропоказателей на фондовый рынок Японии и была обнаружена отрицательная связь между ставками по долгосрочным государственным облигациям и стоимостью акций.

Уровень инфляции. Инфляция может оказать негативное влияние на капитализацию фондового рынка, т. к. рост цен на ресурсы может привести к росту себестоимости и ограничить доходы компании. С другой стороны, при соответствующей корректировке цен на товары и услуги и сохранении спроса, уровень прибыльности компаний может быть сохранен. В таком случае акции компаний будут выступать инструментом сохранения стоимости денег в условиях высокой инфляции. В исследовании [6] рассмотрена связь показателя рыночной капитализации к ВВП с макропоказателями на примере 12 стран ближнего Востока и Северной Африки, включая Турцию, Египет, Иран, на временном отрезке с 1979 по 1999 годы и была обнаружена негативная связь между инфляцией и рыночной капитализацией. Также в работе [7] было проанализировано влияние макропеременных на рынок акций США и Японии за период с 1965 по 2005 годы и была обнаружена негативная связь между стоимостью акций и инфляцией на рынке США. С другой стороны, в работе [8] по изучению связи макропоказателей и динамики рынка Германии была обнаружена положительная связь между капитализацией и доходностью акций.

Уровень и динамика общего значения денежной массы в экономике. Денежная масса – это совокупность наличных денег в обращении, а также безналичные денежные средства. Центральный Банк Российской Федерации под показателем денежной массы в национальном определении (M2) понимает сумму наличной национальной валюты вне банковской системы и безналичных средств нефинансовых и финансовых (кроме кредитных) организаций — резидентов Российской Федерации и домашних хозяйств — резидентов Российской Федерации на счетах в банковской системе Российской Федерации в рублях. Теоретически денежная масса может повлиять на стоимость акций следующими путями: рост денежной массы в экономике и рост экономической активности может привести к росту стоимости компаний; чрезмерный рост денежной массы может привести к высокой инфляции, которая может как негативно, так и положительно повлиять на стоимость акций; прирост денежных ресурсов в распоряжении инвесторов может привести

к росту аллокации инвестиций в фондовый рынок и соответственно росту стоимости акций; рост денежной массы может привести к перераспределению средств инвесторов – из беспроцентной денежной ликвидности в финансовые активы, в том числе акции.

В рассмотренных исследованиях под денежной массой принимались разные определения, тем не менее в основной сути своей совпадающие – это сумма наличных и безналичных средств физических и юридических лиц в национальной валюте рассматриваемой страны. В работе [5] была выявлена положительная связь японского рынка акций и денежной массы в узком определении (т. е. наличные плюс текущие средства в банковской системе – $M1$). В другом исследовании [9], в котором рассматривался рынок Нигерии, была выявлена положительная связь индекса фондового рынка Нигерии и денежной массы как в узком ($M1$), так и в широком определении ($M2$). В работе [7] не было обнаружено значительной связи между показателем $M1$ и стоимостью акций на фондовом рынке США, однако была обнаружена отрицательная связь между $M1$ и стоимостью акций на фондовом рынке Японии. Авторы объясняют эту ситуацию специфической ловушкой ликвидности Японии. В исследовании по рынку Индии [10] связи между стоимостью акций и денежной массой также не было обнаружено.

Курс национальной валюты. Влияние курса национальной валюты относительно других валют может быть выражено через доходы компании, которые могут наращиваться при росте объема продаж своей продукции иностранным покупателям. Особенно актуально для экспортно-ориентированной экономики в случае, если национальная валюта дешевеет относительно других валют и продукция отечественных компаний становится более конкурентоспособной на мировом рынке. Например, в работе [5] выявлена следующая связь японского рынка акций и курса национальной валюты Японии (йены): с удешевлением йены японские акции становились дороже. Также в работе [10] обнаружена отрицательная связь между курсом национальной валюты относительно доллара США и значением индекса индийского фондового рынка. Связь может быть и положительной. В работе [11] была изучена связь различных макропоказателей и фондового рынка в 5 странах. В 3-х из них (Индонезия, Малайзия и Филиппины) снижение стоимости национальных валют относительно доллара США положительно влияло на стоимость акций, в 2-х (Сингапур и Таиланд) была обнаружена противоположная связь – снижение курса национальных валют приводило к снижению индексов акций. В работе [4] значительной связи между курсом валюты и уровнем капитализации по отношению к ВВП на примере 15 стран авторы не обнаружили.

Уровень развития банковского сектора. Банковский сектор может оказывать разнонаправленное влияние на уровень капитализации фондового рынка. С одной стороны

рынок банковского фондирования может выступать альтернативой акционерному привлечению ресурсов, с другой стороны экономика с развитым банковским сектором может свидетельствовать о развитии в целом секторе финансового посредничества, в котором акционерное финансирование и фондовый рынок также высокоразвиты и доступны. Например, в работе [3] обнаружена положительная связь между уровнем развитости финансового посредничества (которое авторы измеряли в т. ч. через отношение банковского кредита) и отношением капитализации к ВВП. Авторы приходят к выводу, что рынок банковского кредита не заменяет, а дополняет рынок долевого привлечения.

Цены на нефть или экспортная выручка от продажи нефти. Стоимость нефти выступает одним из факторов, влияющим на динамику стоимости акций, причем для разных рынков связь может быть противоположной: для стран с высокой долей нефтегазовой промышленности в ВВП была выделена положительная связь между стоимостью акций и ценами на нефть, например для Нигерии [9]. Для стран с высоким уровнем импорта нефти, например для Индии, скорее характерна отрицательная связь [10].

Ликвидность фондового рынка. Ликвидность фондового рынка может характеризовать его развитость, объем ресурсов и активность инвесторов. В исследованиях [3] и [6] обнаружена положительная связь между уровнем капитализации фондового рынка к ВВП и ликвидностью фондового рынка. Фактор ликвидности в исследовании отражен через несколько показателей: как отношение объема торгов акциями на фондовой бирже к ВВП за определенный период или отношение капитализации фондового рынка к обороту за период.

Уровень прямых иностранных инвестиций является еще одним макроэкономическим показателем, влияющим на капитализацию фондового рынка. Его положительное влияние на стоимость акций объясняется притоками и последующими покупками иностранными инвесторами акций, что приводит к повышению спроса и связанному росту стоимости. Положительная связь между этим показателем и уровнем капитализации обнаружена на примере 15 стран (включая развитые и развивающиеся) [4], а также в исследовании по рынку Индии [10]. Стоит отметить, что в настоящем исследовании показатель иностранных инвестиций исключен из предполагаемой формулы для прогнозирования капитализации, поскольку, в текущих условиях приток иностранных инвесторов из недружественных стран не ожидается, а масштабного прихода инвесторов из дружественных стран на данный момент не произошло.

Среди других рассматриваемых структурных факторов экономики исследователи также выделяют **уровень открытости экономики** и уровень роли государства в экономике [2]. Доля товарного экспорта в ВВП может выступать показателем, отражающим уровень

открытости экономики. Исследователи пришли к выводам, что в периоды открытости экономик (в т. ч. в 1971–2020 годах) увеличение этого показателя связано с ростом капитализации. На основании данных ЦБ РФ по уровню экспорта товаров в год¹, а также данных Росстата по уровню годового валового внутреннего продукта в текущих ценах² среднее отношение экспорта к ВВП за промежуток времени с 2011 по 2023 годы составляло 24%, при этом в 2023 году это отношение было на уровне 21%. Согласно официальным прогнозам социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов Министерства экономического развития³ оценочное значение этого показателя за 2024 год составит около 20%, к 2027 году – 19,8%. Таким образом, можно предполагать, что уровень открытости экономики на горизонте до 2030 года значительно не скорректируется по сравнению с текущим состоянием, и не окажет влияния на изменение капитализации фондового рынка.

Масштаб роли государства в экономике может быть отражен через отношение расходов бюджета к ВВП. В своем исследовании [2] авторы приходят к выводу, что повышение роли государства в экономике, как правило, оказывает отрицательное влияние на капитализацию, однако это зависит также от конкретных условий исторического периода. При предположении, что в текущих условиях на горизонте прогнозирования уровень расходов государства в Российской Федерации относительно ВВП останется на прежнем уровне, что подтверждается проектом Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период на 2026 и 2027 годы ЦБ РФ⁴, уровень бюджетных расходов в 2025-2027 годах в базовом сценарии будет стабилен и в диапазоне 35-40% (также как и в 2023-2024 годах). Соответственно, при реализации основного сценария можно не ожидать существенного изменения роли государства в экономике и влияния на капитализацию.

Неэкономические факторы, влияющие на уровень капитализации фондового рынка. Рост доли сельских жителей в численности населения страны [2] оказывает негативное влияние на уровень капитализации. Это подтверждает предположение, что городское население более активно вовлечено в фондовый рынок. С уровнем капитализации связана положительно связана доля граждан пенсионного возраста в численности населения в работоспособном возрасте, так как во многих странах это

¹ Официальный сайт Банка России. Динамика официального курса заданной валюты. URL: https://cbr.ru/currency_base/dynamics/ (дата обращения: 12.11.2024).

² Официальный сайт Росстата. Национальные счета, ВВП годы. URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/accounts> (дата обращения: 12.11.2024).

³ Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов // Министерство экономического развития, сентябрь 2024. URL: https://www.economy.gov.ru/material/directions/makroec/prognozy_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya/prognoz_socialno_ekonomicheskogo_razvitiya_rf_na_2025_god_i_na_planovyy_period_2026_i_2027_godov.html?ysclid=m3ete9qbv8943240925 (дата обращения: 12.11.2024).

⁴ Проект Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов // ЦБ РФ, сентябрь 2024. URL: https://cbr.ru/about_br/publ/ondkp/on_2025_2027 (дата обращения: 12.11.2024).

сопровождается созданием накопительных пенсионных систем, выступающих одним из факторов роста капитализации [2]. **Погодные факторы**, например уровни ветра, влажности и температуры способны оказывать влияние на уровень капитализации фондового рынка. Так, на примере фондовых рынков 18 европейских стран с 1994 по 2004 год было обнаружено, что скорость ветра, имеет негативное влияние на доходность акций [12]. С другой стороны, часть исследователей не нашли связи между погодными факторами и доходностью акций [13]. На уровень капитализации фондового рынка оказывают влияние **крупные социальные-политические события**, такие как военные конфликты, социальные потрясения, а также непредсказуемые события природного характера.

2.2 Построение факторных моделей капитализации российского рынка акций, используя методы эконометрики

Выбор моделей

В рамках нашего исследования мы пошли по пути построения моделей для оценки долгосрочных трендов капитализации рынка акций на горизонте 2030 года, используя эконометрические методы. В качестве объясняющих переменных мы опирались на параметры, рассчитываемые Министерством Экономики и Центральным Банком РФ, в рамках экономического прогноза на том же временном диапазоне, согласно прогноза социально-экономического развития РФ на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов и Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Наша идея заключалась в поиске эконометрических моделей, которые бы позволили нам верхнеуровнево оценить тренды эволюции капитализации рынка акций, основываясь на макропеременных, рассчитываемых общепризнанным методом, с целью минимизации субъективного суждения. При этом, одна из объясняющих переменных которую нам пришлось вывести самостоятельно была переменная, отражающая внешние отрицательные события.

Модели, к которым мы пришли в результате нашего исследования, описывают следующие искомые переменные:

- абсолютный уровень капитализации российского рынка акций
- относительный уровень капитализации российского рынка акций (отношение капитализации к номинальному ВВП)

Также, для оценки ряда объясняющих переменных, которые не рассчитываются в рамках странового экономического прогноза, мы пошли по пути построения дополнительных эконометрических моделей, которые бы опирались на макропеременные, прогноз которых рассчитывается общепризнанным методом. Такие модели описывают следующие искомые переменные:

- доля среднедневных оборотов, приходящихся на физических лиц из всего объёма
гросс оборота

- доля владения акциями физическими лицами

Объясняющие переменные для моделей

Опираясь на результаты нашего аналитического обзора, представленные в разделе 1, а также практику исследователей, мы выбрали список макроэкономических переменных, представленных в таблицах 2.1, 2.2, 2.3, которые мы принимали в расчет в процессе построения моделей, которые описаны ниже.

V - переменная была использована в финальной модели

X - переменная рассматривалась как значимая на этапе моделирования, но была отброшена по результатам проверки значимости

Таблица 2.1 Список факторов для модели прогнозирования абсолютной и относительной капитализации рынка

Фактор	Модель оценки абсолютной капитализации рынка	Модель оценки относительной капитализации рынка
Пред. уровень рыночн. капитализации	V	V
Уровень ВВП в текущих ценах	V	X
Уровень ВВП в постоянных ценах	X	X
Ключевая ставка ЦБ РФ / Ставка 10 летних ОФЗ	V	X
Индексы потребительских цен	Не рассматривался	X
Цена на нефть URALS	X	Не рассматривался
Экспортная выручка от продажи нефти	X	Не рассматривался
Среднедневной объем торгов акциями	V	V
Денежная масса M2	V	X
Превышение средней номинальной зар. платы над прожит. минимумом	X	X
Активы банковского сектора	V	X
Средний курс доллара США /рубль	V	X
Внешние отриц. события	V	V

Таблица 2.2 Список факторов для модели прогнозирования абсолютной и относительной капитализации рынка

Фактор	Модель оценки среднедневного оборота акциями физических лиц
Доля владения акциями в периметре Мосбиржи в общем объеме активов физических лиц	V (был использован)
Общий объем активов физических лиц	X (рассматривался, не был использован)
Превышение средней номинальной зар. платы над прожит. минимумом	V
Free-float биржевой в % (всего) владение/компаниями которые входят в индекс	X
Внешние отриц. события	V

Таблица 2.3 Список факторов для модели оценки владения акциями ФЛ

Фактор	Модель оценки доли владения акциями физическими лицами
Прямой обменный курс национальной валюты	X
Ставка по долгосрочным ОФЗ (%)	X
Уровень инфляции (%)	X
ВВП на душу населения прирост (номинальный) (%)	X
Ключевая ставка (средняя) (%)	X
Прирост реальных располагаемых доходов г/г (%)	X
Прирост реальной заработной платы (%)	X
Внешние отриц. события	X

Результаты построения факторных моделей

1. Построение модели 1 абсолютных уровней капитализации российского рынка акций

Для моделирования уровня капитализации фондового рынка, в результате теоретического анализа экономической конъюнктуры исследуемого периода, с учетом опыта российских и зарубежных исследователей, были отобраны следующие макроэкономические переменные:

SMC – уровень капитализации рынка акций (трлн руб.); Y – номинальный валовой внутренний продукт России (ВВП, трлн руб.); M2 – агрегат денежной массы (трлн руб.) – сумма наличных денег в обращении и безналичных средств); VST – среднедневной объём торгов акциями (млрд руб.); ABS – стоимость активов банковского сектора (трлн руб.); LIR – средняя долгосрочная ставка ОФЗ (%), USA – цена доллара США (руб.), SPS – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни капитализации фондового рынка неблагоприятных событий: санкций 2014 г., пандемии 2020 г., начала СВО на Украине в 2022 г. Формирование значений переменной SPS выполнено по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Эмпирический анализ модели зависимости капитализации фондового рынка от перечисленных выше макроэкономически факторов был выполнен по квартальным данным с 4 квартала 2011 г. по 4 квартал 2023 г. включительно.

Модель 1 является коинтегрированной регрессией. После оценивания модели 1 и удаления статистически незначимых регрессоров, спецификация оцененной модели капитализации рынка акций приняла вид:

$$SMC_t = 0,53 \cdot SMC_{t-1} + 0,84 \cdot Y_t - 0,79 \cdot LIR_t + 0,07 \cdot VST_t - 1,8 \cdot DM2_t + 0,07 \cdot USA_t - 0,24 \cdot DABS_t - 5,44 \cdot SPS_t + u_t.$$

Полный отчет по тестированию модели 1 представлен в Приложении В.

Мы оценили, с экономической точки зрения, полученную модель (как представлено ниже) и пришли к выводу, что модель является экономически объяснимой и может быть использована для оценки трендов капитализации рынка акций.

При этом, в составе факторов, влияющих на рыночную капитализацию, рассматривался также уровень рублевой выручки от экспорта нефти, т.к. в силу специфики структуры рыночной капитализации, существует видимая корреляция между ценой на нефть/выручкой от продажи нефти и рыночной капитализации российских компаний. Однако т. к. номинальное ВВП России учитывает экономическую активность, связанную с нефтепродуктами, в промежуточных моделях фактор нефти вместе с ВВП показывал отрицательное влияние на рыночную капитализацию. В связи с этим, данный фактор был исключен из итоговой модели.

С точки зрения влияния в модели указанных факторов на рыночную капитализацию, то оно следующее:

Рост номинального ВВП ведет к росту рыночной капитализации, зависимость между уровнем или динамикой экономической активности и рыночной капитализации была также обнаружена в других исследованиях на данную тематику [120, 121, 122].

Ставка по долгосрочным ОФЗ негативно коррелирует с рыночной капитализацией, снижение процентных ставок приводит к росту рыночной капитализации и наоборот. Отрицательная связь между уровнем ставок и рыночной капитализацией была также обнаружена в исследованиях [123, 124].

Среднедневной объем торгов акциями положительно связан с рыночной капитализацией и отражает общую ликвидность рынка, такая связь была также обнаружена в других исследованиях [122] и [125].

Удешевление рубля относительно других валют (рост стоимости доллара США, выраженной в рублях) приводит к росту рыночной капитализации – экономическое объяснение заключается в том, что экономика России исторически экспортноориентированная и часть эмитентов (особенно экспортеры) выигрывают от удешевления рубля. Подобная связь была обнаружена также в работах [124] и [129].

Цепной прирост банковского сектора отрицательно коррелирует с динамикой рыночной капитализации. Такое влияние можно объяснить тем, что рынок банковского фондирования может выступать альтернативой акционерному привлечению ресурсов

Цепной прирост денежной массы M2 отрицательно коррелирует с динамикой рыночной капитализации. Такое влияние можно объяснить тем, что рост денежной массы может быть связан с притоком денежных средств на депозиты, выступающими альтернативой инвестициям в фондовый рынок. В исследовании [126] была обнаружена отрицательная связь между денежной массой в узком определении (M1) и стоимостью акций на фондовом рынке Японии.

Отрицательное влияние цепного прироста банковского сектора и денежной массы на рыночную капитализацию на первый взгляд не очевидно, так как обычно эти показатели растут вместе с экономическим ростом и, соответственно, можно ожидать положительную корреляцию между ними и капитализацией. Однако следует учитывать, что эти факторы используются в формуле в совокупности с показателем номинального роста ВВП, частично нивелируя его влияние.

Построение модели 2 относительных уровней капитализации рынка акций

С целью получения альтернативного мнения, мы пошли по пути создания еще одной факторной модели, которая бы рассчитывала не абсолютную, а удельную капитализацию рынка акций, как отношение капитализации рынка акций к ВВП. Данный подход, по нашему мнению, должен был привести к пониманию значимых факторов, влияющих на изменение структуры рынка акций.

В эконометрической модели 2 удельной капитализации рынка акций использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [2 кв. 2018–4 кв. 2023]:

RCY_t – отношение капитализации рынка акций SMC_t к аннуализированным квартальным уровня YA_t номинального ВВП (%);

LIR_t – ставка по долгосрочным ОФЗ (%);

$TVST_t$ – среднесуточный объем торгов акциями (млрд руб.);

USA_t – прямой обменный курс национальной валют;

Y_t – квартальные уровни номинального ВВП (трлн руб.);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни RCY_t неблагоприятных событий. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды за исключением SPS_t являются нестационарными и принадлежат классу I .

Модель 2 является коинтегрированной регрессией. После оценивания модели 2 и удаления статистически незначимых регрессоров, спецификация оцененной модели капитализации рынка акций приняла вид:

$$RCY_t = 8,6 + 0,72 \cdot RCY_{t-1} + 0,055 \cdot TVST_{t-1} - 4,5 \cdot SPS_t + u_t$$

Подчеркнём, что модель 2 успешно прошла все диагностические процедуры. Полный отчет по тестированию модели 2 представлен в Приложении В.

Среднесуточный объем торгов акциями положительно связан с рыночной капитализацией и отражает общую ликвидность рынка, такая связь была также обнаружена в других исследованиях [122] и [125].

Мы оценили, с экономической точки зрения, полученную модель и пришли к выводу, что полученный результат говорит о том, что основными факторами, влияющими на изменение удельной капитализации, является спрос и неблагоприятные события (санкции). Этот результат совпадает с нашим выводом, сделанным на основе аналитического обзора факторов, влияющих на изменения рынка акций в период с 2015-1П2024 гг., как представлено в выводах к разделу 1. Мы считаем, что модель является экономически объяснимой и может быть использована для оценки трендов капитализации рынка акций.

3. Модель среднедневного объёма торгов акциями

В рамках нашего исследования мы столкнулись с необходимостью построения дополнительных моделей для оценки объясняющих переменных, являющихся значимыми для моделей 1 и 2, которые не рассчитываются в рамках подготовки общепризнанных макроэкономических прогнозов на стороне министерств и ЦБ, как было описано выше. Одной из таких переменных является переменная VST_t – среднедневной оборот акциями (млрд руб.) физических лиц.

Среднедневной нетто объем торгов акциями — это один из основных факторов, определяющих размер рыночной капитализации в рамках обоих прогнозных моделей. Ожидания по среднедневному объему торгов основывались на следующей предпосылке:

Физические лица останутся ключевым драйвером торгов акциями, и их доля в объеме торгов всего или gross обороте (сумма покупок и продаж) в прогнозном периоде будет удерживаться на уровне 2023-2024 годов – около 75% (таблица 2.4).

Также, мы приняли историческое соотношение нетто объёма торгов к gross оборотам (как представлено в таблице 2.4), как справедливое прокси для будущих периодов до 2030 года.

Таблица 2.4 Доля физических лиц в gross-обороте

	2017Ф	2018Ф	2019Ф	2020Ф	2021Ф	2022Ф	2023Ф	2024 8мес.
Среднедневной нетто объем торгов акциями, млрд руб.	36	42	48	94	112	83	85	107
Отношение нетто объема к gross обороту	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2	1/2
Среднедневной gross-оборот всего, млрд руб.	73	85	95	188	224	165	170	214
% физических лиц в gross-обороте	34%	35%	34%	41%	40%	56%	80%	74%
Среднедневной gross-оборот физических лиц, млрд руб.	24	30	33	77	89	93	136	158

Была разработана модель 3 по прогнозированию объема торгов акциями физическими лицами, при этом прогнозируются gross обороты физических лиц, которые включают в себя и покупки и продажи акций физическими лицами:

$$\widehat{VST}_{t-1} = 40 \cdot SOSI_{t-2} + 7,1 \cdot DESM_{t-1} - 19 \cdot SWO_t,$$

Где, показатель **SOSI_t** – доля владения акциями физическими лицами через Мосбиржу в общем объеме их активов (%), а **DESM_t** – цепной прирост превышения среднедушевого дохода прожиточного минимума (тыс. руб./мес.).

Мы оценили, с экономической точки зрения, полученную модель 3 и пришли к выводу, что модель является экономически объяснимой и может быть использована для оценки среднедневного объема торгов акциями.

При переводе прогнозных gross оборотов физических лиц в gross обороты всего, использовалась вышеуказанная предпосылка о сохранении доли физических лиц в размере 75%. Так как на уровне рынка в целом сумма покупок равна сумме продаж, то всего gross обороты трансформируются в объемы нетто делением на два, что было подтверждено на базе исторических рядов, как представлено в таблице 2.4.

Мы также построили альтернативную модель для оценки доли среднедневных оборотов, приходящихся на физических лиц из всего объема gross оборота, чтобы проверить нашу гипотезу, основанную на исторических рядах.

В модели доли среднедневного объема торгов физических лиц в среднедневном объеме торгов использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [4 кв. 2017 – 4 кв. 2023]:

VST_t – среднедневной оборот акциями (млрд руб.) физических лиц;

$TVST_t$ – среднедневной объем торгов акциями (gross оборот) (млрд руб.);

$SVST_t$ – доля среднедневного объема торгов физических лиц VST_t в среднедневном объеме торгов $TVST_t$ (%);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни $SVST_t$ СВО на Украине в 2022–2023 гг. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды (за исключением SPS_t) являются нестационарными и принадлежат классу I(1).

Оцененная модель имеет вид (протокол оценки модели приведен Приложении В):

$$SVST_t = 1,012 \cdot SVST_{t-1} + 29 \cdot SPS_t + u_t.$$

Мы оценили, с экономической точки зрения, полученную модель и пришли к выводу, что модель является экономически необъяснимой и не может быть использована для оценки доли среднедневного объема торгов физических лиц в среднедневном объеме торгов. В

дальнейших расчетах мы использовали прокси, на базе временных рядов, представленных в таблице 2.4 как соотношение нетто оборотов к gross оборотам как 1:2.

4. Модели доли владения акциями физическими лицами

Еще одной переменной, для которой нам необходимо было построить дополнительную модель, является $SOSI_t$ – доля владения акциями физическими лицами (%), которая участвует в модели 3.

В моделях доли владения акциями физическими лицами использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [4 кв. 2017–4 кв. 2023]:

$SOSI_t$ – доля владения акциями физическими лицами (%);

USA_t – прямой обменный курс национальной валюты (руб.);

LIR_t – ставка по долгосрочным ОФЗ (%);

INF_t – уровень инфляции (%);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни $SOSI_t$ СВО на Украине в 2022–2023 гг. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды (за исключением SPS_t) являются нестационарными и принадлежат классу I. Также, ни один из временных рядов (USA_t , LIR_t , INF_t) не является коинтегрированным с временным рядом $SOSI_t$. Данное обстоятельство заставляет построить несколько моделей для объяснения переменной $SOSI_t$. В результате мы получили две модели, описывающие переменную $SOSI_t$:

$$SOSI_t = 1,12 \cdot SVST_{t-1} - 0,47 \cdot SPS_t + u_t. \text{ (Модель 4.1)}$$

$$SOSI_t = -0,86 + 0,95 \cdot SOSI_{t-1} + 0,017 \cdot USA_t - 0,03 \cdot LIR_t + \\ + 0,032 \cdot INF_{t-1} - 0,49 \cdot SPS_t + u_t \text{ (Модель 4.2)}$$

Мы оценили, с экономической точки зрения, полученные модели и пришли к выводу:

- Модель 4.1, являясь простейшей моделью авторегрессии-распределённых лагов не удовлетворила наших ожиданий по динамике изменения переменной доли владения акциями физическими лицами. Применение данной модели приводило к необъяснимым оценкам данной переменной на горизонте 2030 года. В силу этого мы пришли к выводу о невозможности применения данной модели.

- Модель 4.2, в силу того что ни один из временных рядов не является коинтегрированным с временным рядом $SOSI_t$, использование данной модели для оценки будущих трендов представляется практически не приемлемым, в силу этого мы пришли к выводу о невозможности применения данной модели.

При этом, как следующий шаг мы продолжили изучать возможность применения других макропеременных, которые были бы коинтегрированы с переменной $SOSI_t$. Как

результат, все наши попытки найти такие переменные, не были успешными, и мы пошли по пути обоснованных допущений для целей оценки тренда данной объясняющей переменной.

Обоснованные допущения оценки сценариев изменения значений переменной доли владения акциями физическими лицами на горизонте до 2030 года

Наши размышления в части возможных сценариев изменения значения переменной доли владения акциями физическими лицами на горизонте до 2030 года строились на следующем:

- На основании аналитического обзора структуры финансовых активов домохозяйств, мы выявили, что за последние 6 лет, в период с 2019-1П2024 гг., доля акций в кошельке домохозяйств выросла с 1,2% до 3,1%.

- Также на основании сравнения с развивающимися странами, мы зафиксировали, что этот показатель в России гораздо ниже, чем в таких странах как Китай (52%), Турция (24%), Бразилия (15%).

- Также мы учли результаты опроса физических лиц, как представлено в части 1.5 раздела 1 и Приложении Б, на основе которого мы сделали вывод о готовности инвесторов увеличивать долю в кошельке, при условии нормализации ДКП - данные предпосылки заложены в текущий базовый макропрогноз на стороне ЦБ, на который мы опираемся.

- Также, мы опирались на мнение экспертов (как представлено в части 2.5), которые высказали мнение о значительности сбережений граждан и наличии спроса на инвестиции внутри страны.

Исходя из этого, мы предполагаем, что для сценариев базовый и оптимистичный разумно заложить оценку роста доли акций в кошельке физических лиц до уровня 5% на горизонте 2030 года. Для стрессового сценария мы закладываем предположение, что доля не изменится и останется на уровне 3,1%.

2.3 Долгосрочный сценарий развития российского рынка акций

Для прогнозирования рыночной капитализации российских компаний до 2030 года были использованы две модели рыночной капитализации, рассмотренные ранее, а также модель среднечасового объема торгов акциями, так как данный показатель является входящим параметром в обеих моделях рыночной капитализации.

Стартовая точка для прогнозирования

Так как прогнозные расчеты производились в 4-ом квартале 2024 года, первым прогнозным периодом выступал 1-ый квартал 2025 года, а в качестве стартовой точки для прогнозирования выступали, в зависимости от спецификации моделей, показатели предыдущего периода (например, уровень рыночной капитализации), то есть четвертого

квартала 2024 года. В части рыночной капитализации, на момент подготовки работы был известен **уровень рыночной капитализации** на конец 3 квартала 2024 – 53,6 трлн рублей. Была сделана предпосылка, что значение этого показателя в конце 2024 года будет равно уровню 3 квартала 2024 года.

Для расчета **отношения капитализации к ВВП**, для определения прогнозного уровня ВВП за 2024 год ориентировались на данные прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов, подготовленного Министерством экономического развития Российской Федерации [120]. Согласно этому источнику, реальный рост ВВП за 2024 год составит 3,9%, индекс потребительских цен на конец года, в % к декабрю составит 7,3%, с учетом вышеуказанного, номинальный рост ВВП за 2024 год может составить около 11,5%, а в целом годовой уровень ВВП – около 191 трлн рублей. Таким образом, стартовая точка для прогнозирования с точки зрения отношения рыночной капитализация к ВВП – 28,1%.

В части данных по **объему торгов** были использованы актуальные данные Московской биржи по обороту на рынке вторичных российских акций. За октябрь-середину ноября 2024 года среднедневное значение оборота на рынке вторичных акций, совершенное физическими лицами было 156 млрд рублей и составило 75% всего гросс оборота (покупки + продажи) на рынке вторичных акций российских эмитентов. Таким образом, можно предположить, что среднедневной уровень нетто (совершенные сделки) торговли всеми категориями инвесторов на рынке российских акций составил за этот период 104 млрд рублей. Была сделана предпосылка, что этот уровень сохранится на весь 4-ый квартал 2024 года.

Макроэкономические сценарии

В рамках прогнозирования были использованы **базовый** и **стрессовые** сценарии основных макропоказателей.

Базовый сценарий

В качестве **базового** сценария для прогнозирования были использованы предпосылки базового варианта прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов, подготовленного Министерством экономического развития Российской Федерации. Кроме того, для прогнозирования по ряду параметров, которых не было в вышеуказанном документе, таких как ключевая ставка, денежная масса в национальном определении и требования банковской системе к экономике в рублях и иностранной валюте, был использован базовый сценарий Банка России от 25 октября 2024 года [9].

Использованные при моделировании прогнозные предпосылки приведены в таблице ниже (таблица 2.5).

Таблица 2.5 Макропредпосылки базового сценария

Базовый сценарий	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Номинальный рост ВВП, %	11,5%	7,1%	6,7%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Реальный рост ВВП, %	3,9%	2,5%	2,6%	2,8%	3,0%	3,0%	3,0%
Индекс потребительских цен на конец года	107	105	104	104	104	104	104
Средняя ключевая ставка, %	17,5%	18,5%	12,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Средняя долгосрочная ставка ОФЗ (10 лет), %	14,9%	16,0%	12,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Динамика М2, %	18,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Активы банковского сектора, %	16,5%	10,5%	9,5%	10,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Средний курс доллара США доллар/рубль по данным ЦБ РФ	91	97	100	103	106	109	113
Номинальная заработная плата работников организаций, %	17,2%	11,8%	9,9%	8,3%	6,1%	6,1%	6,1%
Реальная заработная плата работников организаций, %	9,2%	7,0%	5,7%	4,1%	2,0%	2,0%	2,0%
Индекс потребительских цен на конец года	107	105	104	104	104	104	104

Были использованы следующие предпосылки:

Динамика номинального роста ВВП была рассчитана, как динамика реального роста ВВП, скорректированная на индекс потребительских цен. Причем в качестве прогнозных значений для **реального роста ВВП** и **индекса потребительских цен** на 2024-2027 года использовались данные из прогноза социально-экономического развития Российской Федерации. Для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании реального роста ВВП на уровне 3% и индекса потребительских цен на уровне долгосрочной цели ЦБ РФ по инфляции 4%.

Для прогноза по **средней ключевой ставке** на 2024-2027 года использовался базовый сценарий Банка России, для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании ключевой ставки на уровне 2027 года. Так как динамика долгосрочной ставки ОФЗ во многом повторяет динамику ключевой ставки, а средняя разница между ними составляет около 0,1% на горизонте 2015-2023 годов (ниже в таблице 2.6 сравнение средних ставок по 10-летним ОФЗ и среднего значения ключевой ставки ЦБ РФ) **динамика средней долгосрочной ставки ОФЗ** повторяет динамику ключевой ставки, сравниваясь по значению с ней в 2026 году.

Таблица 2.6 Сравнение ключевой ставки и ставки по долгосрочным ОФЗ 2015-2023

Годов										
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Среднее
Средняя ключевая ставка, %	12,5%	10,5%	9,0%	7,4%	7,3%	4,9%	6,0%	11,0%	10,4%	8,4%

Средняя долгосрочная ставка ОФЗ (10 лет), %	11,1%	8,9%	7,8%	8,0%	7,6%	6,3%	7,3%	9,9%	11,3%	8,6%
Разница	1,4%	1,7%	1,2%	-0,6%	-0,3%	-1,3%	-1,4%	1,1%	-0,9%	0,1%

Для прогноза динамики денежной массы в национальном определении (динамика М2) и динамики активов банковского сектора использовались предпосылки базового сценария Банка России, для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании этих значений на уровне 2027 года

Для прогноза среднего курса доллара США доллар/рубль на 2024-2027 года использовались данные из базового прогноза социально-экономического развития Российской Федерации. Для 2028-2030 годов использовалась предпосылка о постепенном ослаблении российской валюты в соответствии с инфляционным дифференциалом, в динамике, как в 2027 году.

Прогноз динамики номинальной заработной платы был рассчитан как: реальный рост заработной платы работников организаций с учетом индекса потребительских цен. Для прогноза реального роста заработной платы работников организаций на 2024-2027 года использовались данные из прогноза социально-экономического развития Российской Федерации. Для 2028-2030 годов была использована предпосылка о реальном росте заработной платы работников на уровне долгосрочного реального роста ВВП.

Стрессовый сценарий

В качестве стрессового сценария для прогнозирования использовались предпосылки рискованного сценария (глобальный кризис) Банка России из Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Сценарий «Рисковый (Глобальный кризис)» предполагает возможное ухудшение ситуации на мировых финансовых рынках, что может привести к глобальному финансовому кризису. Реализация данного сценария, по оценкам Банка России, может привести к более высокой инфляции в 2025 – 2026 годах и потребует проведения более жесткой денежно кредитной политики по сравнению с базовым сценарием. Инфляция вернется к цели позже, чем в базовом сценарии. Использованные при моделировании прогнозные предпосылки приведены в таблице ниже (таблица 2.7).

Таблица 2.7 Макропредпосылки стрессового сценария

Стрессовый сценарий	2024П	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П	2030П
Номинальный рост ВВП	11,5%	10,0%	6,9%	6,9%	6,1%	6,1%	6,1%
Реальный рост ВВП	3,9%	-3,5%	-1,5%	2,5%	2,0%	2,0%	2,0%
Индекс потребительских цен на конец года	107,3	114	109	104	104	104	104
Средняя ключевая ставка, %	17,5%	23,5%	16,5%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%

Средняя долгосрочная ставка ОФЗ (10 лет)	14,9%	20,9%	13,9%	8,0%	8,0%	8,0%	8,0%
Динамика М2, %	18,5%	8,5%	8,5%	9,5%	8,5%	8,5%	8,5%
Активы банковского сектора, %	16,5%	8,5%	2,5%	6,5%	10,5%	10,5%	10,5%
Средний курс доллара США доллар/рубль по данным ЦБ РФ	91,2	110	115	118	121,0	124,0	127,0
Номинальная заработная плата работников организаций, %	17,2%	10,0%	6,9%	6,9%	7,1%	7,1%	7,1%
Реальная заработная плата работников организаций, %	9,2%	-3,5%	-1,5%	2,5%	3,0%	3,0%	3,0%
Индекс потребительских цен на конец года	107,3	114	109	104	104	104	104

Динамика номинального роста ВВП была рассчитана, как динамика реального роста ВВП, скорректированная на индекс потребительских цен. При этом в качестве прогнозных значений для **реального роста ВВП** и **индекса потребительских цен** на 2024-2027 года использовались предпосылки рискового сценария (глобальный кризис) Банка России из Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании реального роста ВВП на уровне 2% и индекса потребительских цен на уровне долгосрочной цели ЦБ РФ по инфляции 4%.

Для прогноза по **средней ключевой ставке** на 2024-2027 года также использовался рисковый сценарий (глобальный кризис) Банка России, для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании ключевой ставки на уровне 2027 года. **Динамика средней долгосрочной ставки ОФЗ** повторяет динамику ключевой ставки, сравниваясь по значению с ней в 2026 году

Для прогноза **динамики денежной массы в национальном определении (динамика М2)** и **динамики активов банковского сектора** использовались предпосылки рискового сценария (глобальный кризис) Банка России, для 2028-2030 годов была использована предпосылка об удержании этих значений на уровне 2027 года

Для прогноза **среднего курса доллара США доллар/рубль** на 2024-2027 года использовались экспертные ожидания исходя из общих предпосылок рискового сценария (глобальный кризис) Банка России (резкое снижение мирового спроса, рецессия в США и еврозоне, падение сырьевых цен). В соответствии с этими предположениями, средний курс рубля к доллару может составить 110 рублей за доллар в 2025 году с постепенным ростом до 118 рублей за доллар к 2027 году. Для 2028-2030 годов использовалась предпосылка о постепенном ослаблении российской валюты в соответствии с инфляционным дифференциалом, в динамике, как в 2027 году.

Прогноз динамики номинальной заработной платы был рассчитан как: реальный рост заработной платы работников организаций с учетом индекса потребительских цен. Для прогнозирования реального роста заработной платы работников организаций на 2025-2030 года была сделана предпосылка о том, что их динамика будет равна динамике реального ВВП и использовались ориентиры по реальному росту ВВП из рискованного сценария (глобальный кризис) Банка России.

Учет шоковых внешних факторов, оказывающих негативное значительное влияние на общую рыночную капитализацию

В модели, прогнозирующей абсолютное значение рыночной капитализации, а также в модели, прогнозирующей относительное значение рыночной капитализации к ВВП есть макроэкономические переменные, отражающие влияние на рыночную капитализацию таких внешних неблагоприятных событий, как санкции 2014 года, пандемия 2020 года, уход иностранных инвесторов и санкции после начала СВО в 2022 году. Они обозначаются как SPS. Среднеквартальное значение данных факторов за период построения модели следующее:

SPS в модели абсолютной рыночной капитализации - минус 288 млрд рублей

SPS в модели относительной рыночной капитализации (капитализация к ВВП) - минус 0,3% доли капитализации к ВВП

SWO (фактор учета негативного фактора в модели среднесуточного объема gross оборотов акциями физических лиц) – минус 0,22 млрд рублей

Существование данных факторов подтверждается динамикой RVI (индекс волатильности российского рынка) относительно значений этих факторов, определенных в моделях. На представленном ниже рисунке 2.1 мы показали среднеквартальную динамику этого индекса вместе с показателями SPS, которые были отражены в моделях рыночной капитализации.

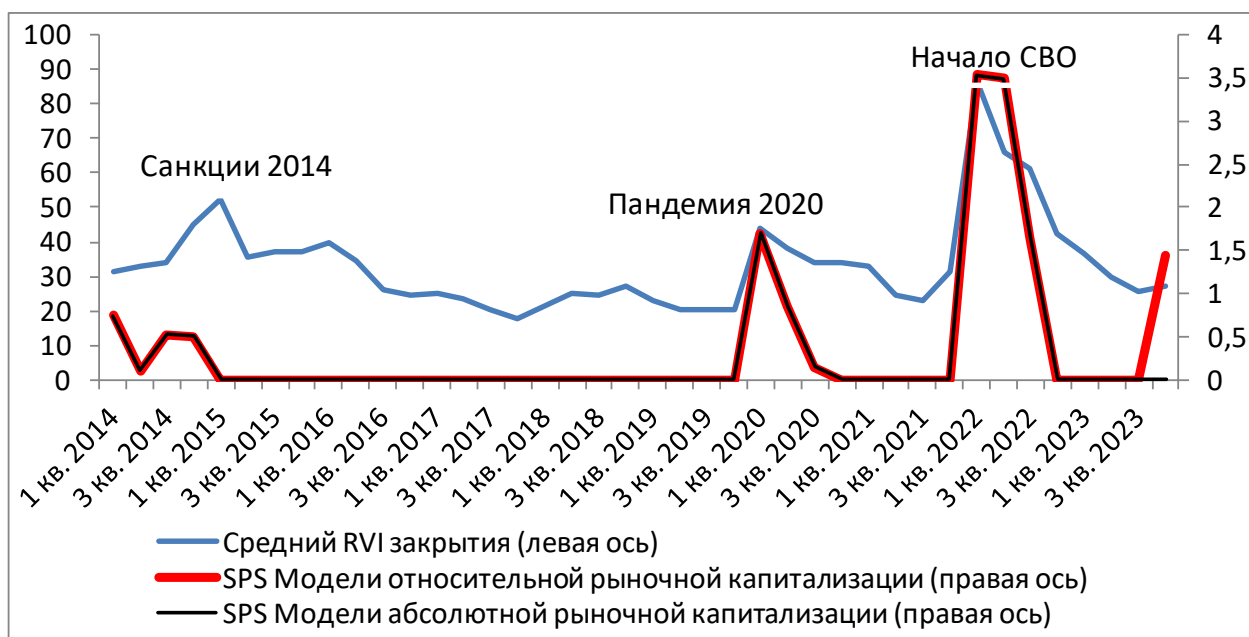


Рисунок 2.1 Динамика RVI относительно модельных факторов SPS

Влияние данных негативных факторов было учтено в рамках сценарного прогнозирования (более подробнее далее).

Сценарная оценка и результаты

Сценарная оценка

Для каждой из двух моделей прогнозной капитализации, а также для модели по оценке объема торгов акциями физическими лицами были разработаны **3 сценария**:

Оптимистичный сценарий

Предпосылки:

- базовый сценарий макропоказателей,
- отсутствие значительных внешних шоков (фактор SPS/SWO в каждой модели равен 0),
- доля владения акциями физических лиц через Мосбиржу в общем объеме активов физических лиц стремиться к 5% (3,2% в 2024, 3,6% в 2025, 3,9% в 2026, 4,3% в 2027, 4,7% в 2028, 4,9% в 2029, 5% в 2030 годах),
- доля оборота физических лиц в общем объеме торгов акциями через Мосбиржу составляет 75%.

Базовый сценарий

Предпосылки:

- базовый сценарий макропоказателей,
- уровень внешних шоков будет равен среднеисторическому по результатам моделей (фактор SPS/SWO в каждой модели равен среднеисторическому),

- доля владения акциями физических лиц через Мосбиржу в общем объеме активов физических лиц стремиться к 5% (3,2% в 2024, 3,6% в 2025, 3,9% в 2026, 4,3% в 2027, 4,7% в 2028, 4,9% в 2029, 5% в 2030 годах),

- доля оборота физических лиц в общем объеме торгов акциями через Мосбиржу составляет 75%.

Пессимистичный сценарий

Предпосылки:

- стрессовый сценарий макропоказателей,
- уровень внешних шоков будет значительно превышать среднеисторический модельный (фактор SPS/SWO в каждой модели в 3 раза выше среднеисторического),

- доля владения акциями физических лиц через Мосбиржу в общем объеме активов физических лиц будет на всем горизонте прогнозирования равна 3,1%,

- доля оборота физических лиц в общем объеме торгов акциями через Мосбиржу составляет 75%.

Результаты оценки

Оптимистичный сценарий

Среднедневной оборот физических лиц акциями через Мосбиржу (гросс оборот, сумма покупок и продаж) в 2030 году – 216 млрд рублей

Среднедневной обций объем торгов акциями через Мосбиржу (нетто оборот, то есть только покупки или продажи) в 2030 году – 144 млрд рублей

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель абсолютной рыночной капитализации – 130 трлн рублей или 45% к ожидаемому ВВП.

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель относительной рыночной капитализации – 167 трлн рублей или 58% к ожидаемому ВВП.

Базовый сценарий

Среднедневной оборот физических лиц акциями через Мосбиржу (гросс оборот, сумма покупок и продаж) в 2030 году – 212 млрд рублей.

Среднедневной обций объем торгов акциями через Мосбиржу (нетто оборот, то есть только покупки или продажи) в 2030 году – 141 млрд рублей.

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель абсолютной рыночной капитализации – 126 трлн рублей или 44% к ожидаемому ВВП.

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель относительной рыночной капитализации – 150 трлн рублей или 52% к ожидаемому ВВП.

Пессимистичный сценарий

Среднедневной оборот физических лиц акциями через Мосбиржу (гросс оборот, сумма покупок и продаж) в 2030 году – 139 млрд рублей

Среднедневной общий объем торгов акциями через Мосбиржу (нетто оборот, то есть только покупки или продажи) в 2030 году – 93 млрд рублей

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель абсолютной рыночной капитализации – 115 трлн рублей или 41% к ожидаемому ВВП.

Уровень рыночной капитализации российских компаний на Мосбирже в 2030 году, спрогнозированный через модель относительной рыночной капитализации – 95 трлн рублей или 33% к ожидаемому ВВП.

Сгруппировано результаты оценки в соответствии с моделью абсолютной рыночной капитализации показаны на рисунке 2.2, вместе со сравнением с уровнем максимального значения капитализации к ВВП (2020 год) за 2015-2024 года и минимального значения этого показателя за 2015-2024 года (2024 год).

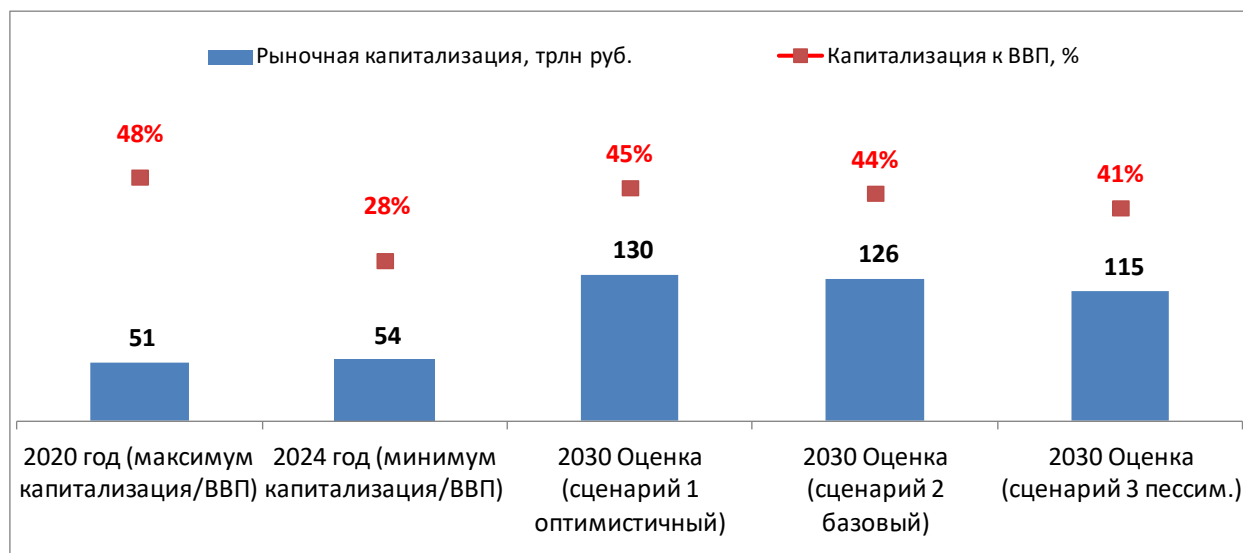


Рисунок 2.2 Результаты оценки в соответствии с моделью абсолютной рыночной капитализации

Сгруппировано результаты оценки в соответствии с моделью относительной рыночной капитализации показаны на рисунке 2.3, вместе со сравнением с уровнем максимального значения капитализации к ВВП (2020 год) за 2015-2024 года и минимального значения этого показателя за 2015-2024 года (2024 год).

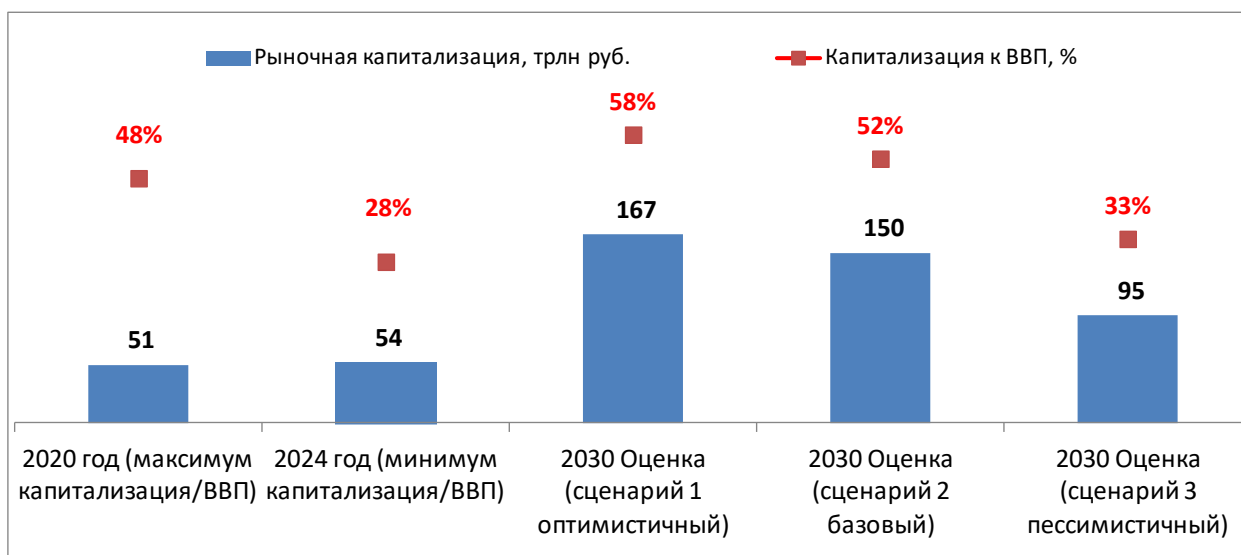


Рисунок 2.3 Результаты оценки в соответствии с моделью относительной рыночной капитализации

Факторный анализ

Факторный анализ в соответствии с моделью абсолютной рыночной капитализации представлен ниже на рисунке 2.4

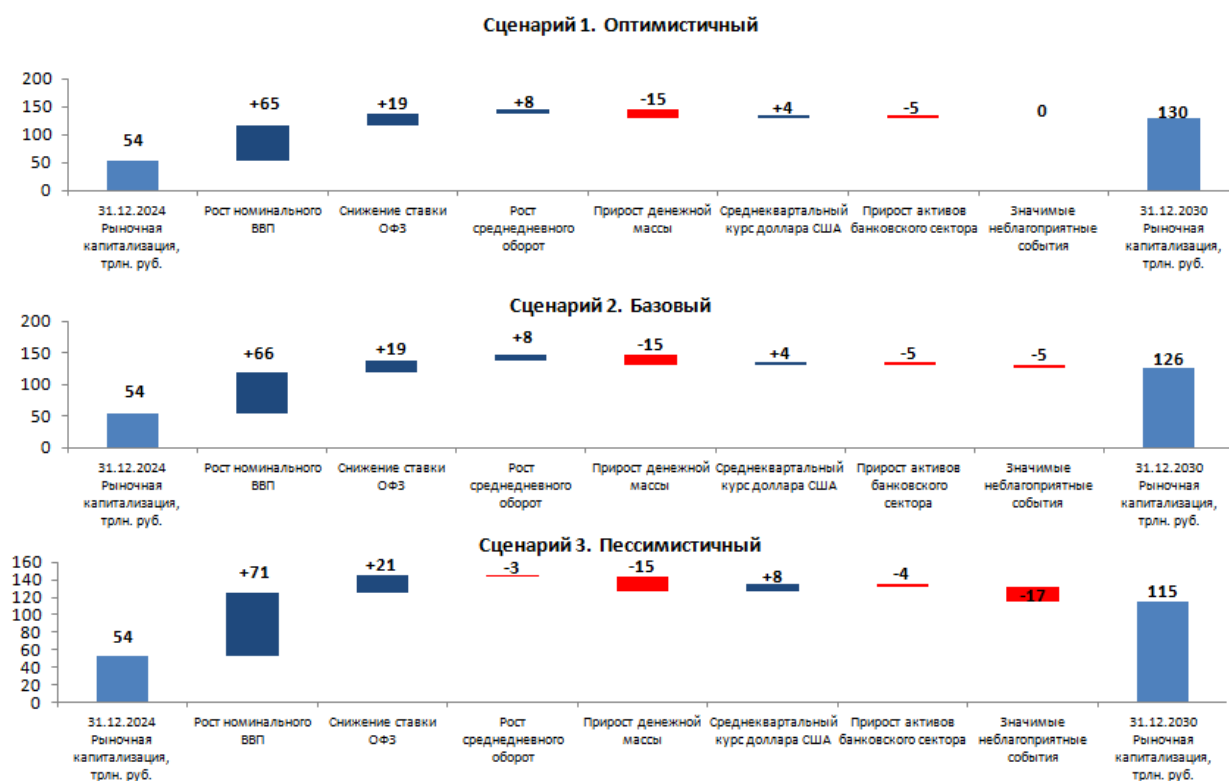


Рисунок 2.4 Факторный анализ в соответствии с моделью абсолютной рыночной капитализации

Факторный анализ в соответствии с моделью относительной рыночной капитализации представлен ниже на рисунке 2.5.

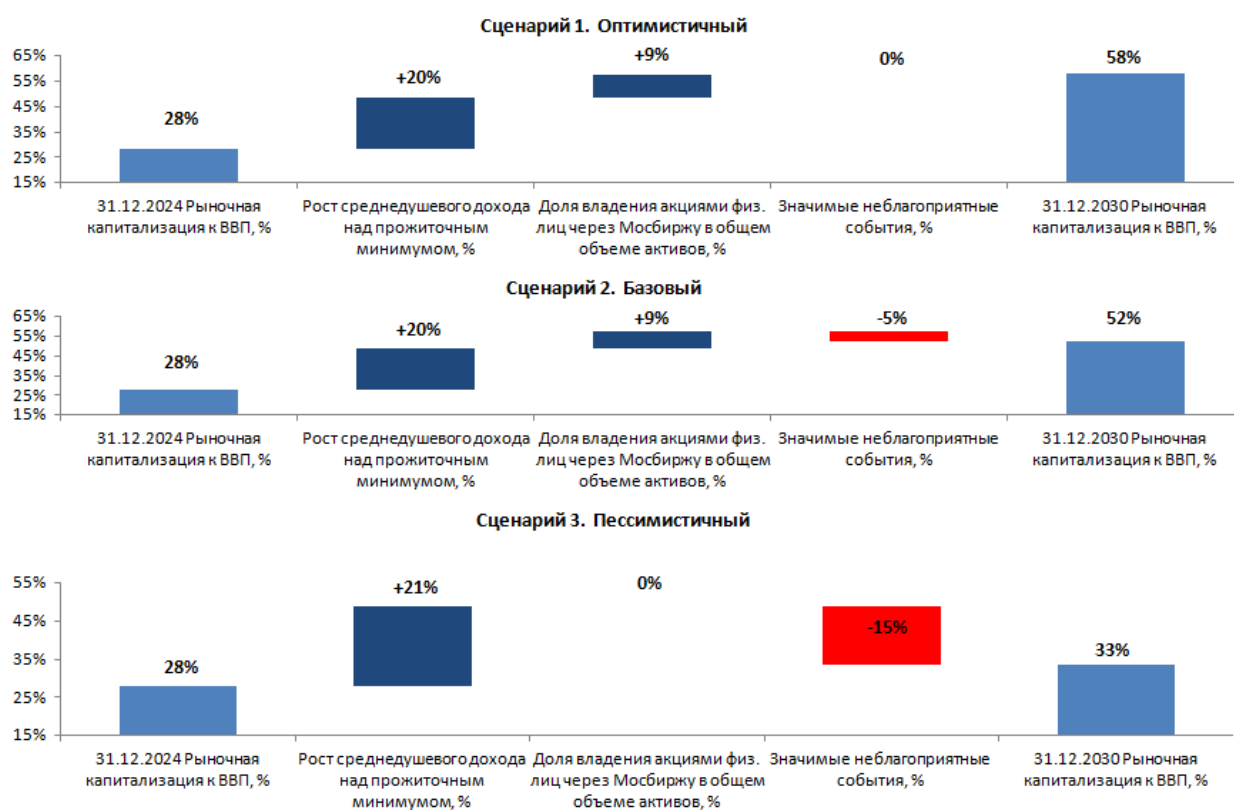


Рисунок 2.5 Факторный анализ в соответствии с моделью относительной рыночной капитализации

2.4 Оценка полученных результатов

В результате проведенной оценки трендов капитализации рынка акций с применением факторных моделей мы рассчитали диапазон возможных значений уровня капитализации рынка акций на горизонте до 2030 года при базовом сценарии в пределах 123-150 трлн рублей, что составляет 44%-52% доли капитализации к ВВП.

Основными драйверами оцененного роста капитализации на основе Модели 1 (рисунок 2.4) в базовом сценарии с 54 трлн рублей на конец 2024 года до 123 трлн рублей на конец 2030 года являются:

- Рост ВВП, с учетом роста денежной массы и активов банковского сектора может привести к росту капитализации до 46 трлн рублей;
- Снижение ставки долгосрочных ОФЗ, что может привести к росту капитализации до 19 трлн рублей;
- Плановая девальвация рубля может привести к росту капитализации до 4 трлн рублей;
- Рост среднего оборота на рынке акций, что может привести к росту капитализации до 8 трлн рублей;
- Влияние изменения переменной неблагоприятных событий (санкций) может привести к снижению капитализации до 5 трлн рублей.

Основными драйверами оцененного роста доли капитализации к ВВП (Модель 2, рисунок 2.5), начиная с текущего момента (28%) являются рост благосостояния населения и активности инвесторов, где доля частных инвесторов в обороте предполагается на уровне 75%, а рост доли акций в кошельке инвесторов ожидается с текущего уровня в 3% до 5% на конец 2030 года.

Мы согласны с полученной оценкой на основании следующих предпосылок:

- на горизонте последних 10 лет, мы наблюдали не существенное влияние на изменение доли капитализации к ВВП в результате изменения предложения на рынке акций, как представлено в части 1.2 раздела 1;

- на основе анализа изменения спроса на рынке акций, как представлено в части 1.4 раздела 1, мы зафиксировали существенный и стабильный рост локального спроса с опорой на рост активности частных инвесторов, начиная с 2019 года. На основании проведенных исследований, а также мнения экспертов, как описано выше, мы обосновано заложили в нашу оценку предположение, что доля акций в кошельке физических лиц вырастет с 3,1 до 5% к 2030 году, при этом доля частных инвесторов в обороте останется на уровне 75%.

- Также мы считаем, что наши предположения в отношении изменения переменной неблагоприятных событий (санкций) являются разумными, так как они основаны на опыте 3 кризисных периодов (2014, 2020, 2022), которые включали в себя разные по характеру и степени влияния на рынок капитала кризисы.

Мы не можем не принять во внимание цель, которая была поставлена на государственном уровне по развитию рынка капитала, так в подписанном в мае 2024 г. указе президента России о целях развития страны до 2030 г. поставлена задача увеличения капитализации фондового рынка к 2030 г. до 66% ВВП.

Исходя из нашей оценки мы ожидаем отклонение от поставленной цели в базовом сценарии в диапазоне от 63-40 трлн рублей или 22%-14% доли капитализации к ВВП.

Мы проанализировали текущие цели, которые закладывают профильные министерства и ЦБ в отношении развития финансового рынка в целом и рынка капитала в частности на горизонте до 2030 года:

1. Минфин РФ подготовил проект федерального проекта «Развитие финансового рынка», с помощью которого должны быть достигнуты цели указа президента по росту капитализации фондового рынка до 66% от ВВП к 2030 г. и повышению доли долгосрочных сбережений граждан в их общем объеме до 40%. По плану, в период 2025–2030 гг. на бирже должно проводиться по 20 публичных размещений в год общей капитализацией 4,5 трлн руб. 22%, или 1 трлн руб., этой суммы обеспечит IPO госкомпаний, ожидает Минфин.

2. ЦБ РФ подготовил Основные направления развития финансового рынка РФ на период 2025-2027 гг. (проект от 25.10.24), при этом основные фокусы в части развития рынка капитала, следующие:

- финансирование проектов и компаний, вносящих вклад в трансформацию российской экономики (таксономия технологического суверенитета), улучшение качества жизни граждан

- высокое качество предложения на рынке акций

- стимулирующие меры для выхода на рынок капитала

- стимулирование активности институциональных инвесторов на рынке акций (НПФ, страховые)

- стимулирование спроса на инновации и развитие инструментов финансирования

- защита прав частного инвестора

- повышение уровня финансовой грамотности

- сонастройка правил квалификации инвесторов

Исходя из целей и планов, которые определяет ЦБ и Правительство в части развития рынка капитала, очевидно, что большой фокус делается на развитие предложения на рынке акций.

На основе нашего аналитического обзора рынка IPO, а также сформированного предложения на рынке акций за последние 10 лет, мы сделали вывод об исторически низкой роли рынка капитала в экономике страны (мало компаний представлено, а также низкий уровень капитализации к ВВП), статично низком предложении части экономики, высокой концентрацией крупных компаний. Это также подтверждается сравнительным анализом с ситуацией в развивающихся странах, на примере рынков Китая и Индии, где рынок капитала представлен в более выраженной форме и лучше интегрирован в экономику.

Исходя из вышесказанного, мы полагаем, что на горизонте до 2030 года возможно ожидать дополнительный значимый эффект на рост доли капитализации к ВВП в результате существенного расширения предложения. Исходя из целей, которые ставит Минфин, как указано выше, предполагаемый эффект от новых IPO должен составить порядка 27 трлн рублей в размере дополнительной капитализации (исходя из цели 4,5 трлн рублей в год на горизонте 2025-2030 гг.). Мы сделали аналитический расчет возможной дополнительной капитализации, в случае выхода на рынок капитала крупнейших компаний (Forbes100, 2024), применив к ним текущие среднеотраслевые мультипликаторы (P/E). Мы получили оценку дополнительной капитализации в пределах от 23-30 трлн рублей, в зависимости от включения или нет в этот периметр компаний с гос участием. При этом, на основе нашего анализа потенциала спроса как представлено в разделе 1.4, включая

сравнение с другими странами, мы полагаем, что дополнительный рост предложения может быть в существенной мере абсорбирован локальным спросом.

Эти выводы также подтверждаются результатами опроса экспертов, более половины экспертов считают развитие рынка IPO ключевым фактором успеха для достижения цели по росту рынка капитала.

Также, на основе результатов исследования гипотезы о значимости влияния долгосрочных систем мотиваций для сотрудников (LTIP) на развитие рынка капитала, как представлено в разделе 3, можно предположить что стимулирование внедрения LTIP окажет дополнительное значимое влияние на рост доли капитализации к ВВП, как мы понимаем, исходя из информации от представителей Московской Биржи, в рамках конференции НАУФОР в октябре 2024 года, такое влияние оценивается на уровне до 15 трлн рублей.

Таким образом основополагающими ключевыми факторами успеха для достижения целевого роста капитализации рынка акций на горизонте до 2030 года являются:

- соответствие базовому сценарию развития экономики, как представлено в текущей версии прогноза социально-экономического развития РФ на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов и Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов.

- стимулирование спроса со стороны частных инвесторов с фокусом на увеличение доли акций в кошельке физических лиц.

- стимулирование спроса со стороны локальных институциональных инвесторов с фокусом на увеличение доли акций в активах.

- стимулирование выхода новых компаний на рынок IPO, причем, видится, что для достижения амбициозной цели по росту капитализации, это должны быть крупнейшие компании. С учетом результатов проведенного опроса компаний, как представлено в разделе 3, основным барьером для выхода на рынок IPO для крупнейших компаний является низкие мультипликаторы (P/E), как результат не достаточной ликвидности рынка. В этой связи, привлечение иностранных инвесторов из дружественных стран (БРИКС) является ключевым фактором успеха для развития рынка капитала в соответствии с поставленными целями. Мы представили рекомендации со стороны ведущих экспертов рынка в отношении мер, необходимых для стимулирования возврата дружественных иностранных институциональных инвесторов на российский рынок капитала.

2.5 Выводы и наблюдения по результатам опроса экспертов об основных трендах на рынке капитала, которые будут способствовать росту рынка капитала на горизонте до 2030 года, а также основных рисках, которые могут препятствовать успешному росту рынка капитала

В рамках нашего исследования мы провели серию интервью с ведущими экспертами рынка капитала (дополнительные детали опроса представлены в разделе 4 и Приложении Д) с целью получения экспертного мнения в отношении текущих трендов на рынке капитала, которые будут способствовать росту активности на рынке, и как следствие росту капитализации рынка акций в будущем. Также мы попросили экспертов высказать свое мнение в отношении основных рисков, которые могут помешать стремительному росту рынка капитала в России. Ниже мы представляем результаты этого опроса.

1. Текущие тренды и факторы, способствующие росту рынка капитала

Внутрироссийский спрос на инвестиции

«В настоящее время основной тренд, способствующий росту рынка капитала – это внутрироссийский спрос. В условиях закрытия большого числа внешних рынков основная часть доступных для инвестирования ресурсов направляется на внутренний рынок. Очевидна и другая сторона медали – в условиях практически полного отсутствия зарубежного финансирования возможности для диверсификации ресурсов, необходимых для роста рынков капитала, сильно ограничены.»

«В современных условиях наш рынок изолирован. Это наш минус, но в то же время колоссальный плюс. Россиянам некуда больше идти, и они инвестируют в российские акции, облигации, недвижимость.»

«Рост интереса частных клиентов к инвестициям при невозможности покупки широкой линейки иностранных активов – рост объема AuM инвестированного в инструменты рынка капитала.»

Значительные сбережения граждан, отчасти вследствие репатриации капитала крупных инвесторов

«...в том числе и вновь созданные, за счет резкого роста реальных располагаемых доходов населения, включая процентные доходы по депозитам и значительных дивидендных выплат в 2022-2023 годах компаниями.»

«У людей есть деньги, частные инвесторы останутся существенной долей в обороте >70%.»

«Высокая процентная ставка при усложненном выводе капитала – рост объема AuM внутри страны.»

«Возвращаются с внешнего периметра из-за санкций или опасения их на персональном и корпоративном уровне, крупные капиталы.»

«Возврат «русских денег» в локальный периметр.»

Демократизация инвестиций и новые инвесторы

«Увеличение финансовой грамотности и рост базы розничных инвесторов - в последние годы растет уровень финансовой грамотности населения, что делает фондовый рынок более доступным и понятным для широких слоев общества. Это стимулирует интерес к инвестициям, так как люди начинают видеть фондовый рынок как средство для долгосрочных вложений и увеличения капитала.»

«Повышение осведомленности инвесторов и рост финансовой грамотности.»

«Упрощение инвестиций для населения и повышение финансовой грамотности.»

«Стремление людей к росту осознанности и ведению здорового образа жизни – спрос на самостоятельное принятие решений, направленных на долгосрочные собственные выгоды.»

«Рост количества частных инвесторов на российском рынке также способствует росту рынка капитала. По состоянию на конец октября 2024, число физ. лиц, имеющих брокерские счета на Московской бирже, превысило 34 млн.»

«Доверие инвесторов к индустрии инвестиций, в т. ч. принятые меры по разблокировке активов.»

«Из-за мощного бюджетного импульса и проведения СВО, многие слои населения значительно увеличили свои доходы. Теперь они задумываются не только о потреблении, но и о накоплениях, что также способствует росту фондового рынка.»

Рост первичных и вторичных размещений компаниями на рынке акций

«Высокая активность на рынке IPO в 2023 и 2024 годах стала важным трендом, способствующим росту рынка акционерного капитала. На российском рынке акционерного капитала появилось множество новых эмитентов из разных секторов, начиная от IT и заканчивая недвижимостью, что помимо прочего является инструментом для диверсификации портфелей инвесторов.»

«Интерес к инвестициям в технологический сектор: Сектор IT и технологий активно развивается на фоне программ по импортозамещению, что привлекает новых инвесторов. Российские компании демонстрируют высокий потенциал роста и становятся интересными для вложений.»

«Рост интереса предпринимателей к привлечению инвестиций от внутри страновых источников – рост количества торгуемых инструментов и капитализации рынка.»

«Потребность компаний в привлечении финансирования в условиях дефицита собственных средств и дорогих кредитов.»

«Ограничения в привлечении зарубежного финансирования и уход зарубежного бизнеса из РФ дает определённую возможность начать или расширить российский бизнес в той или иной нише, что в свою очередь требует привлечение финансирования.»

Финансовый рынок России супертехнологичный на мировом уровне

«Введение цифровых технологий и автоматизация процессов снижают барьеры для входа на фондовый рынок. Онлайн-торговля и финтех-сервисы позволяют частным инвесторам быстро и удобно участвовать в сделках. Это расширяет базу активных участников рынка, увеличивая ликвидность и способствуя росту капитализации.»

«Дальнейшая цифровизация клиентского опыта – упрощение доступа к информации и инструментам. Рост ценности времени для частных клиентов – чем больше денег, тем меньше времени и поэтому тратить его нужно более эффективно (с больше отдачей). Цифровизация и секьюритизация новых сфер жизни – появление ЦФА и криптовалют.»

Влияние ДКП на рынок акций

25% экспертов считают, что для достижения амбициозной цели по росту рынка капитала критичным является смягчение ДКП в части ключевой ставки, при этом все согласны с важностью снижения инфляции и ее стабилизации, включая стабилизацию валютного курса. Вот, что говорят эксперты:

«Есть два основных фактора, которые будут влиять на приток долгосрочных денег на рынок акций: стабильная низкая инфляция — это 90% влияния, и инфраструктура, куда инвестировать. Банки не станут источником долгосрочных сбережений. Основными рычагами будут коллективные фонды, пенсионные накопления, вложения в акции.»

«Снижение ключевой ставки приведет к снижению привлекательности инструментов с фиксированной доходностью. При этом инвесторы будут более склонны к вложению в акции.»

«Снизить ставку. При такой высокой реальной ставке как сегодня, в принципе никакие инвестиции не имеют смысла.»

«Снижение ключевой ставки Банка России крайне важный фактор для роста рынка акций - в условиях, когда инвесторы могут практически без риска получать доходность по депозитам свыше 20% их активность в других инвестиционных инструментах естественным образом снижается.»

«Снижение инфляции и как результат снижение ставок - достичь невысокой стабильной инфляции, это должно обеспечить привлекательность фондового рынка.»

В рамках нашего исследования, мы также просили оценить значимость следующих факторов на развитие рынка акций на горизонте до 2030 года:

- Привлечение долгосрочного финансирования
- Привлечение иностранных инвесторов
- Приватизация гос. компаний

Привлечение долгосрочного финансирования

Большинство экспертов (>75%) сошлись во мнении, что стимулирование привлечения долгосрочных инвестиций на рынок капитала является ключевым фактором успеха для достижения поставленных целей по росту рынка капитала:

«Капитализация фондового рынка складывается из двух компонентов – количества публичных компаний и равновесного уровня цен на фондовом рынке. Приток долгосрочного финансирования на рынок акций положительно скажется на уровне цен на фондовом рынке, который фактически является результатом баланса спроса и предложения.

Рост уровня цен на фондовом рынке будет означать, что существующие компании оцениваются рынком по более высоким мультипликаторам. Это также положительно повлияет на количество компаний, рассматривающих IPO так как в перспективе компании будут иметь возможность получить более высокую оценку.»

«Только привлечение значительного долгосрочного капитала может обеспечить стабильный спрос на инвестиции в текущие и новые инструменты акционерного капитала.»

Привлечение иностранных инвесторов

50% экспертов не верят в возможность возвращения иностранных инвесторов на горизонте 2030 года, даже из дружественных стран, если геополитическая ситуация не измениться существенно в лучшую сторону. Большинство экспертов согласны, что основным источником спроса на горизонте до 2030 года будут локальные инвесторы.

Вот, что говорят эксперты «пессимисты»:

«С учетом событий последних лет, полагаю, нам придется временно отказаться от привлечения иностранных инвестиций. Крупные капиталы вряд ли придут на наш фондовый рынок, учитывая прошлый опыт. Надежды на то, что могут появиться так называемые дружественные инвесторы на мой взгляд призрачны.»

«При наличии риска вторичных санкций не стоит ожидать какого-либо приток средств иностранных инвесторов.»

««Юрико-финансово-технологических» идей нет. Решающую роль сегодня играет геополитическая ситуация. В отношении же инструментов, инфраструктуры и технологий, по сути, всё необходимое имеется в наличии. Возможный “fine tuning” существенно ничего не изменит.»

«Не думаю, что это (приток иностранных инвесторов) может стать ключевым драйвером на горизонте 5 лет, это может дать какой-то небольшой эффект на таком горизонте.»

При этом вторая половина экспертов настроены более оптимистичны, и полагают, что влияние иностранных инвесторов будут значительным, предлагая меры по стимулированию привлечения иностранных инвесторов, которые мы представили в разделе 4 отчета.

Вот, что говорят эксперты «оптимисты»:

«В результате множества раундов количественного смягчения в мире образовалась гигантская денежная масса, даже очень небольшая доля этих денег способна кратно увеличить капитализацию российского рынка.»

«Это приток настоящих «длинных денег» за счет популярности индексного и «квазииндексного» инвестирования за счет страновых аллокаций.»

«Иностранцы могут быть мотивированы текущей конъюнктурой российского финансового рынка, когда предлагается супервысокая фиксированная доходность на фоне стабильного курса рубля. Текущая премия за риск, когда в 5 раз отличается доходность по ОФЗ в сравнении со ставками на развитых рынках, сможет вполне окупить санкционный риск. Мы уже видим рост доли нерезов в ОФЗ, при этом Минфин РФ находит пути платить по своим обязательствам.»

«Иностранные инвесторы по определению более долгосрочны и имеют огромный капитал. Однако, восстановление доверия потребует очень много времени.»

Приватизация гос компаний

Большинство экспертов (>70%) сошлись во мнении, что приватизация гос компаний окажет несущественное влияние ни рост капитализации рынка акций на горизонте до 2030 года. При этом часть экспертов сошлись во мнении, что важным стимулом роста капитализации будет повышение эффективности существующих эмитентов с контролем государства.

Что говорят сторонники приватизации:

«Уже есть списки кандидатов, нужно двигаться, составлять план приватизации и вменять КПЭ менеджменту в привязке к целевой капитализации компании - вшивать это в систему мотивации.»

«Вывод на рынок крупных компаний, возможен в основном если речь идет о приватизируемых, эффект для капитализации в этом случае значителен.»

«Приватизация непубличных гос компаний чисто математически увеличит капитализацию российского фондового рынка. Снижение доли государства в уже

публичных гос компаниях в долгосрочной перспективе повысит эффективность гос компаний, улучшит корпоративное управление, а значит повысит капитализацию.»

«Выход новых крупных эмитентов на рынки капитала расширит линейку продукта, привлечет новых инвесторов.»

Мнение экспертов, оценивших значимость приватизации как низкую:

«Число компаний, подлежащих приватизации, ограничено, при этом инвесторы будут принимать во внимание риски, связанные с титулом собственности (возможность оспаривания прав собственности старыми владельцами), а также очевидные перспективы попадания таких компаний в санкционные списки.»

«Приватизация, особенно если она будет иметь массовый характер, будет расценена участниками рынков капитала крайне негативно. В случае ее реализации основным источником средств для приватизации и дальнейшего финансирования станет государство, и в таких условиях говорить о рыночном, диверсифицированном и устойчивом росте рынков капитала на мой взгляд не представляется возможным.»

«Приватизация, хоть и может увеличить капитализацию за счет новых публичных компаний, может вызвать недоверие инвесторов, особенно если такие меры будут восприниматься как угрозы корпоративной свободе и прозрачности.»

«В настоящее время отсутствует интерес со стороны иностранных инвесторов, внутренний инвестор не сможет абсорбировать большой объем инвестиций.»

«Список непубличных государственных компаний, которые могут быть интересны рынку достаточно ограничен. При этом, приватизация уже публичных компаний технически не приводит к росту капитализации фондового рынка.»

«Нужно очень четко следить за эффективностью и показателями приватизируемых компаний, чтобы не допустить вывод на рынок компаний, которые впоследствии разочаруют инвесторов.»

2. Основные риски и проблемы на пути достижения цели по росту доли капитализации в ВВП

Сохраняющаяся геополитическая нестабильность

«Геополитическая нестабильность является важным фактором, отрицательно влияющим на рост капитализации фондового рынка.»

«Политическая нестабильность и санкционное давление: Политические риски и санкции отпугивают иностранных инвесторов, ограничивая доступ к зарубежным рынкам и капиталу.»

«Основные риски — текущая неопределенность внешнеполитической и экономической ситуации в РФ. Основная предпосылка, необходимая для устойчивого

развития рынка капиталов – уверенность в долгосрочной и предсказуемой перспективе развития ситуации. В условиях внешнего санкционного давления, высокой процентной ставки и неуверенности инвесторов в завтрашнем дне говорить о серьезном росте рынков капитала можно только имея ввиду государственное финансирование, однако оно не может в одностороннем порядке заменить весь спектр участников этого рынка и обеспечить необходимую диверсификацию инвестиционных проектов и источников финансирования.»

Макроэкономические риски

«Спрос на долевыми инструментами циклический и ему свойственно меняться в зависимости от макроэкономических факторов, таких как: i) денежно-кредитная политика и ii) рост ВВП.»

«Неспособность добиться снижения инфляции и ее стабилизации и как результат снижения % ставок, в результате привлекательность фондового рынка будет низкой.»

«Сохранение высоких процентных ставок в длительной перспективе.»

«Риски стабильности финансовой системы РФ на фоне высоких процентных ставок, невозможность осуществлять достоверное прогнозирование финансового состояния предприятий и перспектив их развития в условиях геополитической и финансовой турбулентности.»

«Неблагоприятная экономическая или рыночная конъюнктура (не будет обеспечен требуемый рост стоимости компаний).»

«Высокие процентные ставки по вкладам делают инвестиции в фондовый рынок менее привлекательными.»

«Высокая волатильность на рынке: Частые колебания курса рубля и нестабильность процентных ставок затрудняют долгосрочные вложения.»

Недостаточная глубина инвесторского спроса

«Сохраняющаяся геополитическая нестабильность и макроэкономические риски, а также жесткая денежно-кредитная политика приводят к недостаточной глубине инвесторского спроса. Последнее отрицательно сказывается как на уровне оценки существующих публичных компаний, так и на востребованности IPO со стороны новых эмитентов.»

«Недостаточный спрос / общий объем инвестиций в акции со стороны экономических агентов (рост количества новых компаний на рынке и рост стоимости компаний будут ограничены).»

«Недостаток «внутренних» денег «на акции» в условиях высокой инфляции.»

«Отсутствие механизмов гарантий для иностранных инвесторов.»

«Должны быть другие деньги, помимо денег физлиц - приток иностранных инвесторов.»

«Ограниченные возможности притока капитала извне в силу санкций.»

«Неопределенность в отношении заблокированных активов российских инвесторов за рубежом / иностранных инвесторов в России (значительный объем капитала остается заблокированным и не имеет доступа к рынку капитала).»

Нехватка предложения

«Узкий круг существующих эмитентов вкупе с высокой долей проникновения государства в экономику.»

«Резкое снижение инвестиционной активности компаний в основные средства и новые проекты.»

«Запретельные риски бизнеса. В том числе инфраструктурные, кредитные, расчетные, и главное, санкционные.»

«Дальнейшее ухудшение результатов публичных компаний. Дальнейшее сокращение количества публичных частных компаний.»

«Растущие компании становятся целью для потенциального поглощения. Указанные выше риски делают более интересным для компаний-эмитентов увеличение долгового инвестирования, нежели долевого.»

«Искусственная поддержка «национальных чемпионов».»

Подрыв доверия частных инвесторов

«При этом большой вопрос в части доверия к рынку капитала со стороны розничных инвесторов на фоне ценовой волатильности в рамках последних IPO (2023-2024) - когда акции могут просесть до 47%. Цена входа на рынок завышена — это не нормально, цена должна быть умеренной, чтобы инвестору было интересно.»

«Риск снижения доверия инвесторов в случае возможного увеличения количества IPO в ущерб качеству.»

«Риск национализации и утраты инвесторами своих инвестиций.»

«Инсайдерская торговля.»

«Снижение доверия инвесторов из-за потенциального мисселинга, «удержания» инвестора любой ценой, что ограничит приток капитала и снизит рыночную активность.»

«Непрозрачность и невысокая степень защиты прав инвесторов и сохранения инвестиций со стороны государства.»

«Недостаток транспарентной и достоверной информации об эмитентах, инструментах и экономике.»

«Плохое раскрытие информации и корпоративное управление.»

Риск подмены цели или конфликт целей на уровне государства

«...цели будут исполняться слепо, без привязки к реалиям.»

«Искажение истинной цели развития рынка капитала, если институты власти начнут притягивать к математической цели в 66%.»

«Смещение фокуса с цели и результата, на процесс и «лычки» - главное не допустить того, что вместо того, что необходимо и достаточно делать для выполнения цели – будет делаться то, что отвечает мотивам отдельных субъектов процесса.»

«Необходимость фондировать бюджет и стимулировать офз, а не рынок капитала.»

«Нет синхронности между ЦБ и Правительством - должна быть система общих КПЭ, чтобы институты лучше взаимодействовали между собой.»

«Ситуативные регулирующие решения в области налогообложения.»

«Изменчивость налогового ландшафта в угоду краткосрочным целям.»

«Неустойчивая и непрозрачная налоговая и регулятивная среда.»

Выводы:

1. На основе проведенного исследования нам удалось разработать факторные модели, на базе эконометрических принципов, которые позволяют дать оценку возможного сценария развития капитализации рынка акций, опираясь на макроэкономические параметры, как представлено в текущей версии прогноза социально-экономического развития РФ на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов и Основных направлениях единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов.

2. В результате проведенной оценки трендов капитализации рынка акций с применением факторных моделей мы рассчитали диапазон возможных значений уровня капитализации рынка акций на горизонте до 2030 года при базовом сценарии в пределах 123-150 трлн рублей, что составляет 44%-52% доли капитализации к ВВП. При этом основным драйвером роста доли капитализации к ВВП, начиная с текущего момента (28%) является рост активности инвесторов, где доля частных инвесторов в обороте предполагается на уровне 75%.

3. На основе исследования целеполагания на уровне профильных министерств и ЦБ РФ, мы полагаем, что на горизонте до 2030 года возможно ожидать дополнительный значимый эффект на рост доли капитализации к ВВП в результате существенного расширения предложения. Исходя из целей, которые ставит Минфин, как указано выше, предполагаемый эффект от новых IPO должен составить порядка 27 трлн рублей в размере дополнительной капитализации (исходя из цели 4.5 трлн рублей в год на горизонте 2025-2030 гг). Мы сделали аналитический расчет возможной дополнительной капитализации, в

случае выхода на рынок капитала крупнейших компаний (Forbes 100 2024), применив к ним текущие среднеотраслевые мультипликаторы (P/E). Мы получили оценку дополнительной капитализации в пределах от 23-30 трлн рублей возможный эффект, в зависимости от включения или нет в этот периметр компаний с гос участием.

4. Также, на основе результатов исследования гипотезы о значимости влияния долгосрочных систем мотиваций для сотрудников (LTIP) на развитие рынка капитала, можно предположить, что стимулирование внедрения LTIP окажет дополнительное значимое влияние на рост доли капитализации к ВВП. Более подробно мы раскрываем эту тему в разделе 3.

5. Важными текущими трендами, способствующими росту рынка капитала, являются:

- Внутрироссийский спрос на фоне демократизации инвестиций - рост активности частных инвесторов
- Значительные сбережения граждан, отчасти вследствие репатриации капитала крупных инвесторов
- Рост первичных и вторичных размещений компаниями на рынке акций
- Финансовый рынок России супертехнологичный на мировом уровне

6. Также важными факторами, которые будут влиять на рост рынка в будущем:

- Существенное влияние ДКП на рост активности со стороны частных инвесторов
- Привлечение долгосрочного финансирования на рынок акций
- Стимулирование иностранных инвесторов возвращаться на российский рынок акций

7. Основные риски, реализация которых может помешать росту рынка акций:

- Сохраняющаяся геополитическая нестабильность
- Макроэкономические риски
- Подмена целей или конфликт целей на уровне государства
- Недостаточная глубина инвесторского спроса
- Подрыв доверия частных инвесторов
- Нехватка предложения

3 Результаты количественной проверки гипотезы влияния выпусков акций с целью использования в программах вознаграждения и стимулирования работников компаний-эмитентов акций на развитие рынка долевых ценных бумаг

Методология исследования

Основная гипотеза, которая должна была быть проверена в рамках этого этапа исследования — это значимость влияния долгосрочных систем мотиваций для сотрудников (LTIP) на развитие рынка капитала. Также, на этом этапе мы должны были провести моделирование влияния факторов выпуска в наиболее вероятных разработанных сценариях развития рынка акций.

1. Выборка компаний для исследования базировалась на следующих критериях:

- крупнейшие компании (список Forbes 100 за 2023 год), как действующие эмитенты, так и непубличные компании
- мы исключили из выборки компании с контролирующим гос участием, исходя из механизма корпоративного управления.

2. Вопросы в анкете были составлены с целью выявления следующего:

- самооценки зрелости статуса эмитента
- понимания основных мотивов и барьеров к выходу на рынок акций
- понимания стимулов к выходу на рынок акций
- готовности увеличить free-float, а также осуществлять обратный выкуп акций
- заинтересованность компаний во внедрении долгосрочной системы мотивации для сотрудников (LTIP)
- проверки гипотезы о способствовании выхода компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности LTIP
- понимания масштаба внедрения LTIP для оценки существенности влияния на рост базы инвесторов на рынке

3. В опросе публичных и непубличных компаний методом анкетного онлайн-опроса приняли участие 25 организаций (9 публичных компаний, 16 непубличных компаний). В полевых исследованиях принимала участие компания Росэксперт.

Компании-эмитенты, принявшие участие в исследовании, представляют следующие отрасли деятельности: энергетика, ИТ, культура, производство / промышленность, финансы и экономика, а также обрабатывающая промышленность и финансово-технологический холдинг.

Непубличные компании, принявшие участие в исследовании, указали следующие отрасли деятельности: финансы и экономика, производство / промышленность,

административная деятельность (управление), ИТ, образование, юриспруденция, а также венчурные инвестиции в сфере ИТ, горнодобывающая отрасль и металлургия.

Результаты опроса

Детальный отчет представлен в Приложении Г, здесь мы представляем краткую выжимку основных результатов опроса.

1. Особенности группы «Эмитенты»

- **Результаты самооценки:** эмитенты высоко оценили уровень зрелости корпоративной культуры компаний (4.56 из 5), при этом ниже среднего оценили удовлетворенность рыночной стоимостью акций компании за последний год (2.88).

- **Мотивы выйти на рынок акций:** Основными мотивами, которые подтвердили более половины опрошенных эмитентов стали: привлечение дополнительного финансирования или замещение существующего долгового финансирования, **привлечение и удержание ключевых сотрудников (интерес к LTIP программе)**, вклад в репутацию бренда и его узнаваемость.

- **Готовность увеличить free-float:** большинство эмитентов (90% опрошенных) не готовы увеличивать free-float.

- **Барьеры к выходу на рынок акций:** большинство эмитентов (>75% опрошенных) считают низкую оценку российских компаний как основной барьер выхода на рынок капитал и более половины связывают это с низким спросом на акции.

- **Стимулы к выходу на рынок акций:** более половины опрошенных эмитентов считают основным стимулом выхода на рынок капитала - налоговые льготы или субсидии государства. При этом важным фактором также является стимулирование спроса как внутреннего, так и со стороны иностранных инвесторов.

2. Особенности группы «Потенциальные эмитенты»

- **Результаты самооценки:** «потенциальные» эмитенты на среднем уровне оценили уровень зрелости корпоративной культуры компаний (3.2 из 5), при этом ниже среднего оценили квалификацию внешних экспертов (2-3).

- **Мотивы выйти на рынок акций:** Основными мотивами, которые подтвердили более половины опрошенных «потенциальных» эмитентов стали: замещение существующего долгового финансирования или привлечение дополнительного финансирования, а также **привлечение и удержание ключевых сотрудников (интерес к LTIP программе)**.

- **Барьеры к выходу на рынок акций:** большинство «потенциальных» эмитентов (>60% опрошенных) считают недостаточный спрос со стороны инвесторов низкую основным барьером выхода на рынок капитала. Также половина опрошенных указала

жесткость регулирования для публичных компаний и низкую оценку стоимости компании как барьер для выхода на рынок.

- **Стимулы к выходу на рынок акций:** половина опрошенных «потенциальных» эмитентов считают основным стимулом выхода на рынок капитала - налоговые льготы или субсидии государства и повышение квалификации и доступности экспертизы участников рынка капитала. При этом, как и в случае с эмитентами, важным фактором также является стимулирование спроса как внутреннего, так и со стороны иностранных инвесторов.

3. Анализ гипотез в части внедрения долгосрочной системы мотивации для сотрудников (LTIP) на базе всех ответов, без разделения на группы

- **Заинтересованность компаний в LTIP:** большинство опрошенных компаний (84%) заинтересованы во внедрении LTIP, при этом 44% опрошенных уже внедрили такую систему. 57% из опрошенных считают стоимость акций или фантомной акции правильным базисом в таких программах. **При этом 72% опрошенных подтверждают гипотезу о способствовании выхода компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности LTIP.**

- **Уровень масштаба внедрения LTIP:** большинство опрошенных (>80%) считают правильным ограничить масштаб внедрения LTIP уровнем топ менеджмента и менеджмента среднего звена (<10% численности сотрудников) и только 6% опрошенных рассматривают внедрение LTIP и для линейных сотрудников.

Оценка значимости влияния долгосрочных систем мотиваций для сотрудников (LTIP) на развитие рынка капитала:

1. В рамках опроса нам удалось выявить существенный интерес крупнейших компаний (Forbes 100 за 2023 год) во внедрении LTIP, а также подтвердить гипотезу о способствовании выхода компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности LTIP.

2. Более того большинство компаний считают потребность внедрения LTIP мотиватором выхода на рынок акций, и также большинство опрошенных компаний сходятся во мнении, что правильным базисом в рамках LTIP должна быть стоимость акций компании.

3. Исходя из этого можно сделать вывод, что внедрение LTIP является **значимым фактором развития предложения** на рынке акций. Такое же мнение высказывают эксперты рынка капитала, что было выявлено в рамках нашего опроса экспертов, результаты которого представлены в разделе 4 отчета. Также, на основании выступления в рамках конференции НАУФОР в октябре 2024 года, представители Министерства Финансов обсуждали возможное включение меры по внедрению LTIP для публичных государственных компаний, как инструмент повышения эффективности и как следствие

роста капитализации компаний, в рамках федерального проекта развития финансового рынка. На сегодняшний момент данный проект документа еще не выпущен.

4. На базе опроса компаний мы также выявили, что большинство опрошенных компаний считают правильным ограничить масштаб внедрения LTIP уровнем топ менеджмента и менеджмента среднего звена (<10% численности сотрудников). Исходя из этого можно сделать вывод, что влияние внедрения LTIP на количество активных частных инвесторов **будет не значительным, даже** если таких компаний будет большое количество.

5. Таким образом значительное влияние на капитализацию компаний, и как следствие рынка акций, в результате внедрения LTIP с привязкой к стоимости акций, будет в основном в результате сонастройки системы вознаграждения сотрудников с долгосрочными целями компаний и будет способствовать росту стоимости акций. Также этот инструмент может стимулировать выход новых крупных компаний на рынок акций, что будет увеличивать капитализацию рынка акций. В рамках LTIP для публичных компаний общепринятым КПЭ является метрика Общая доходность акционера (TSR), которая включает в себя как курсовую, так и дивидендную доходность.

Выводы:

На основании проведенного исследования, нам удалось подтвердить гипотезу значимости влияния долгосрочных систем мотиваций для сотрудников (LTIP) на развитие рынка капитала, а именно:

- внедрение LTIP в публичных компаниях будет способствовать росту стоимости акций компании;

- внедрение LTIP в непубличных компаниях будет способствовать выходу компаний на рынок акций.

4 Рекомендации по совершенствованию институционального и отраслевого регулирования для обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария развития рынка долевых ценных бумаг в России и минимизации рисков

4.1 Рекомендации в результате проведенного опроса ведущих экспертов российского рынка капитала

В рамках нашего исследования мы провели серию интервью с ведущими экспертами рынка капитала. Детали опроса представлены в Приложении Д. Мы опросили 27 ведущих экспертов из разных отраслей, напрямую связанных с фондовым рынком. Эксперты представляли следующие отрасли:

- Биржевые структуры
- Рейтинговые агентства
- Проф. ассоциации (НАУФОР, АРИ, НПФ)
- Лидирующие банки-организаторы и инвестиционные компании
- Посредники (Топ 5 брокеры и УК)
- Лидирующие страховые компании и НПФ
- Внешние аудиторы (бывшая большая “четверка”)
- Лидеры общественного мнения (ЛОМы)
- Ведущие макроэкономисты и аналитики финансового рынка

Мы также приняли участие в разных конференциях и мероприятиях в течение года, где фокусно обсуждались вопросы развития рынка акций (семинар АНД, финансовый конгресс ЦБ, конференция АКРА, конференция НАУФОР, МФФ).

Вопросы, которые были заданы экспертам:

1. Текущие тренды, способствующие росту рынка капитала
2. ТОП 3 идеи для достижения цели по отношению капитализации рынка акций к ВВП на уровне 66%
3. ТОП 3 идеи для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций
4. ТОП 3 идеи для привлечения иностранных инвесторов
5. ТОП 3 риска, которые могут помешать достижению поставленной цели

ТОП 3 идеи по развитию рынка акций, высказанные большинством экспертов направлены на:

- ТОП 1: Стимулирование новых IPO, на фоне опрозрачивания эмитентов. При этом большинство экспертов полагают, что на рынок должны выходить частные компании как крупные, так и МСП, особенно высоко технологичные. Есть идеи по созданию фабрики развития бизнеса от Seed до IPO

- ТОП 2: Налоговый арбитраж в пользу долгосрочных инвесторов и публичных компаний

- ТОП 3: Либерализация инвестиционной политики институциональных инвесторов

Ниже представлены результаты детального анализа мнений экспертов, в результате их ответов на вопросы 2, 3 и 4 (см перечень вопросов выше) нашего опроса.

- мы объединили результаты ответов на 2 и 3 вопрос, чтобы исключить пересечения;

- мы сгруппировали мнение экспертов по тематикам и представляем цитаты экспертов.

Ответы на вопросы 1 и 5 мы проанализировали и представили в разделе 2, части 2.5 отчета;

1. Основные рекомендации для достижения цели по увеличению доли капитализации рынка акций к ВВП к 2030 году до 66%, включая наиболее эффективные меры для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций.

Особо важные меры, предложенные экспертами для **повышения спроса**, включая привлечение долгосрочного финансирования на рынок акций представлены ниже:

Необходимо дополнительно стимулировать население инвестировать в акции через налоговый арбитраж в пользу долгосрочных инвестиций

«Создать мощную систему стимулирования населения вкладывать в долгосрочные сберегательные программы и пенсионные фонды. Вложения минимум на 10 лет с серьезными налоговыми преференциями и соинвестированием от государства. При этом при сохранении жесткого контроля за использованием клиентских средств.»

«Стимулы должны быть без ограничений по вычету сверху (например, 30 млн руб. в ИИС-3, как сейчас). Идея в том, что основные деньги в объеме находятся у состоятельных клиентов и нет смысла их отсекают. Дилемма - в чем цель - просто собрать деньги или собрать деньги с массового клиента? Стимулы должны действовать с коротких сроков, начиная от 3-х лет. Более длинные сроки (5 лет и более в ИИС-3, как сейчас, и их дальнейший рост) не приведут к масштабному росту капитализации к 2030 году, сроки кажутся слишком длинными.»

«Стимулирование частных инвесторов – исключить налогообложение материальной выгоды при приобретении акций, по крайней мере, при первичном размещении; разработать меры для повышения привлекательности фондового рынка по сравнению с размещением денежных средств во вклады.»

«Дополнительные налоговые льготы для инвесторов были бы поддержкой. Например, освобождение дивидендов российских компаний в приоритетных для страны

отраслях (ИТ, микроэлектроника и т.д.) от НДФЛ (или понизить по ним НДФЛ). Аналогичное предложение по купонам по ОФЗ для стимулирования долгосрочного кредитования государства инвесторами.»

«...сюда же отнесу IPO, где надо дать налоговые стимулы для акционеров и для инвесторов и для менеджмента с программами мотивации - все они заинтересованы в росте капитализации и будут ее повышать.»

«Налоговые льготы на долгосрочное владение акциями, купленными в рамках IPO (владения более 1 года).»

«Введение долгосрочных налоговых льгот: Например, освобождение от налога на прибыль для тех, кто держит акции более определенного срока (5-10 лет), будет стимулировать долгосрочное инвестирование. Это повысит устойчивость и ликвидность рынка.»

«Налоговые послабления на долгосрочные инвестиции (от 3-х лет) при реинвестировании дивидендов в акции тех же или других российских эмитентов.»

«В ближайшие годы иностранные инвестиции в российский фондовый рынок маловероятны. Нам следует сосредоточиться на возвращении российского капитала и его стимулировании инвестировать. Кроме того, долгосрочные инвестиции сроком более 5 лет должны быть освобождены от налога. Причем в полном объеме.»

«Увеличение лимита налогового вычета для долгосрочного владения ценными бумагами. Сейчас 3 млн в год выглядит как насмешка. Серьезные деньги на это не смотрят, а мелкие инвесторы не имеют средств для инвестиций, они потребляют.»

«Обновление ИИС и развитие других финансовых инструментов, позволяющих при бесконечном инвестиционном горизонте получать налоговые вычеты – это будет стимулировать наиболее осознанные слои населения формировать долгосрочные накопления, сбережения и инвестировать их внутри РФ (не в недвижимость и не в иные классы активов).»

«Исключить существующий арбитраж в пользу более коротких финансовых инструментов (ИИС-3) по сравнению с долгосрочными.»

Важно продолжить развитие инфраструктуры и продуктовой линейки для частных инвесторов

«Требуется сонастройка инструментов долгосрочных сбережений фокусом на ИИСы - текущий продукт ИИС3 выглядит нерабочим, условия также не привлекательны для потенциальных сберегателей, продукт больше настроен на масс сегмент.»

«Развитие продуктовой линейки:

- ИИС — новые виды, например, ИИС-4 в варианте target date по аналогии с образовательными счетами в США. К вариантам возможного использования материнского капитала можно добавить возможность открытия ИИС-4 с вложениями в российские ценные бумаги до достижения ребенком совершеннолетия (эти сертификаты часто просто лежат в семьях, и деньги не работают).

- Введение новых типов счетов - инвестиционно-денежных счетов (ИДС). По ним нет минимальных сроков держания, нет налоговых возвратов. Но есть освобождение дохода от НДФЛ, то есть никакой мороки с администрированием. Может быть лимит по максимальным взносам.

- Возможность участия УК в программе долгосрочных сбережений — заключать напрямую с физлицами договоры долгосрочные сбережения. Тем более гражданин имеет право заключать неограниченное количество таких договоров.

- Фидерные фонды, фонды с кредитным плечом, фонды с абсолютной доходностью.»

«Развитие инфраструктуры:

- индустрии независимых финансовых советников;

- инфраструктурных решений: платформы по сбору, анализу и представлению информации по взаимным инвестфондам, визуализированной количественно-качественной оценки ПИФов, линейки собственных индексов;

- дополнительных маркетплейсов, цифровых каналов продаж и кросс-идентификации.»

«Развитие финансовых инструментов с защитой капитала, предполагающих возможность вложений в акции.»

«Послабление ограничений на финансовые продукты для неквалифицированных инвесторов.»

Необходимо развивать рынок коллективных инвестиций и стимулировать частных инвесторов, особенно неквалифицированных, переходить от самостоятельного инвестирования в коллективное

«Максимальное развитие рынка коллективных инвестиций. Минимизация комиссий: упрощение процедур, минимизация налогообложения. Дать максимально возможные преференции этому рынку. Максимальная популяризация этого направления по всем возможным каналам.»

«В России число уникальных пайщиков (за вычетом удвоения счетов) составляет более 8,1 млн человек. При населении в России в 144 млн человек — это около 6%, в 10 раз меньше, чем в США. В Индии активы взаимных фондов — около 500 млрд долл. при 130 млн пайщиков (около 10% от 1,4 млрд населения). Российскому фондовому рынку есть куда

расти минимум в два раза до Индии. Цель по повышению капитализации фондового рынка до 66% ВВП созвучна с целью удвоения рынка коллективных инвестиций. То есть еще 2 трлн рублей активов или по 400–500 млрд руб. в ближайшие 5 лет. И еще порядка 7–8 млн человек.»

«Необходимо стимулировать использование розничными инвесторами механизмов ПИФов и ИИСов, создавать налоговые рычаги для того, чтобы инвесторы выбирали коллективные механизмы инвестирования. При этом необходимо снижать концентрацию на рынке УК.»

«Сместить фокус розничных денег с самостоятельного инвестирования в пользу коллективных инвестиций.»

«Развитие коллективных инвестиций (широты линейки продуктов, покрываемых продуктами базовых активов и т.п.) – что будет способствовать появлению компетентных институциональных инвесторов с одной стороны и привлечению более широкого круга инвесторов с другой стороны.»

«Развитие продуктовых новаций в коллективном инвестировании:

- Увеличение видов биржевых активов, в частности развитие ЦФА, в т. ч. цифровизация классических активов (ценных бумаг, паев фондов).

- Упаковка новых ЦФА в классические инструменты (те же ПИФы) и их возможный вывод на биржу.

- Либерализация требований по составу активов для неквалных ИПИФов/ЗПИФов. Например, УК не может в розничные фонды покупать акции публичных АО, если они еще не листингованы.»

Необходимо укреплять доверие частных инвесторов через повышение защиты их интересов. Важные факторы: повышение прозрачности эмитентов, усиление защиты прав миноритариев, ограничение алготрейдинга и спекулятивных манипуляций на рынке

«Корпоративное управление и защита акционеров - понятная история, здесь требуется стабильность и понятные правила игры, которые надо объявить и подтвердить действием.»

«Улучшение корпоративного управления: обеспечение прозрачности и подотчетности компаний, что повышает доверие инвесторов и делает акции более привлекательными для долгосрочных инвестиций.

Создание единой базы об эмитентах с актуальной информацией о них (инвестор сможет найти все необходимую актуальную информацию о любой компании, в том числе финансовые показатели, Банк России об этом думает).»

«Более активная борьба с инсайдерским характером рынка, создание механизмов, действительно препятствующих манипуляциям на рынке и возможности влиять на ход торгов.»

«Повысить прозрачность и улучшить корпоративное управление: Инвесторы стремятся вкладываться в компании с высокой степенью прозрачности и надежным управлением. Внедрение и развитие стандартов корпоративного управления привлекут на рынок большее количество долгосрочных инвесторов и увеличат капитализацию.»

«Не у всех эмитентов есть утвержденная понятная и прозрачная дивидендная политика. Обязательность утверждения дивидендной политики акционерами эмитента повысит предсказуемость выплаты дивидендов и снизит возможности для манипуляции выплатой/невыплатой дивидендов мажоритарными акционерами.»

«Усиление защиты прав инвесторов, пришедших через рынок (миноритариев). Например, сейчас, если выявляются нарушения правил приватизации со стороны мажоритариев, страдают все, включая рыночных акционеров.»

«Защита частной собственности – защита от дискриминации покупателя публичных компаний (гарантия неповторения ситуации с БСК).»

Необходимо сонастроить локальных институционалов (НПФ, страховые, инвестиционные фонды) для повышения доли их присутствия на рынке акций, на фоне пенсионной реформы

«Пенсионная реформа – вернуть пенсионные накопления на фондовый рынок.»

«На государственном уровне разработать новую систему софинансирования долгосрочных пенсионных накоплений, которая способствовала бы увеличению доли средств, направленных в виде долгосрочного финансирования на российские рынки капитала.»

«Развитие пенсионных и страховых фондов с акцентом на инвестиции в акции: Введение механизмов, позволяющих пенсионным и страховым фондам увеличивать долю акций в портфелях, привлечет стабильный капитал на рынок. Это будет способствовать увеличению долгосрочных инвестиций и стабилизации финансовых потоков.»

«Введение обязательных требований для НПФ по инвестированию в акции публичных компаний. Установление минимальных значений по инвестированию средств НПФ (накопления и резервы) в акции публичных компаний на уровне 15% с постепенным повышением к 2030 году до 45%, а также расширение списка акций компаний, в которые могут инвестировать НПФ, путем снижения требований по инвестированию средств пенсионных накоплений и резервов.»

«Необходимо изменить инвестиционную политику НПФов - не имеет смысла рассматривать доходность на горизонте одного года, требовать безубыточности на горизонте одного года. В мире НПФы — это крупнейшие игроки на рынке капитала (Англия >30%, США >50%), на долгосроке акции выигрывают. Фонды должны платить из подушки ликвидности и иметь возможность рисковать, должна быть гибкость. Необходимо усилить роль endowment фондов - также решить проблему безубыточности, текущее законодательство не позволяет фондам вкладываться в акции.»

«Пенсионные деньги - тема безубыточности, пока есть ограничение на год эффективно инвестировать деньги не получится.»

«Повышение уровня риска по пенсионным деньгам на законодательном уровне.»

«Пересмотр предельно допустимых долей вложения в акции со стороны институциональных инвесторов — источников долгосрочной ликвидности — НПФ, страховых компаний, ПИФ. Выполнение данной задачи должно сопровождаться кардинальным пересмотром подходов к рейтингованию эмитентов.»

«Значительно расширить список разрешенных инвестиционных инструментов для пенсионных фондов, включая голубые фишки и акции второго эшелона, предоставив им более гибкий выбор.»

«Как правило институциональные инвесторы являются более долгосрочными, поскольку просчитывают фундаментальную стоимость компаний и при условии привлекательной цены покупают на долго. Необходимо разрешить пенсионным фондам больше вкладывать в акции высоконадежных компаний с высоким рейтингом, чем разрешено сейчас.»

«Вернуть льготы для финансовых институтов (НПФы, страховые и т.д.) по налогу на прибыль от вложений в акции и облигации. Закрепить законодательно неизменность вышеозначенных налоговых вычетов на горизонте в 10 лет.»

«На институциональном уровне — направлять значительные средства фонда национального благосостояния для долгосрочного инвестирования на рынки капитала.»

Эксперты также высказали свое мнение **в критичности усиления предложения** на рынке акций, основные меры представлены ниже:

Стимулирование новых IPO как крупных компаний, так и МСП, создавая гибкие и прозрачные механизмы регулирования

«Для реализации этой цели необходимо построить фабрику бизнес проектов, которая будет покрывать все этапы развития бизнеса, своего рода инкубатор, который будет выращивать бизнес структуры и если из каждых 100 бизнес стартапов выйдет на рынок хотя бы один зрелый масштабный бизнес, уже хорошо. С одной стороны должен быть создан

многоступенчатый процесс возвращения бизнеса, с разного рода механизмами финансирования (краудфандинг, венчурные фонды, частный капитал, фондовый рынок), с другой стороны должны быть внедрены институты инвесторов для каждого этапа развития бизнеса (Seed инвесторы, бизнес-ангелы, частные инвесторы, рыночные инвесторы). Капитализация будет расти, как следствие такой системы.»

«Вывести крупные компании на рынок (Forbes 100) - нам нужно привести компании, которые добавят в капитализацию порядка 30 трлн рублей, мелкими выходами достичь цели будет сложно. Эта задача в существенной мере для Биржи, нам необходимо создать условия для выхода крупных компаний.»

«Создание условий и стимулирования вывода на рынок акций большего числа качественных эмитентов – как через IPO, так и в формате AIM, а также путем приватизации изъятых в пользу государства предприятий.»

«Создать условия для роста числа IPO крупных компаний: упрощение выхода на рынок для крупных технологических компаний, снижение бюрократических барьеров и поддержка со стороны государства будут способствовать росту числа первичных размещений.»

«IPO «национальных чемпионов»: на российском рынке существует множество крупных компаний, которые по тем или иным причинам еще не провели IPO. В случае если такие эмитенты выйдут на российский рынок акций, его капитализация существенно возрастет, увеличившись на размер рыночной капитализации таких эмитентов.»

«Стимулирование вывода на IPO компаний, выкупленных у нерезидентов, через установление KPI в решении Прав. Комиссии.»

«Поощрение IPO мелких и средних компаний (безналоговый режим первые три года, мораторий на проверки и отчетность). Снижение порога требований и облегчение доступа на рынок. Необходимо уменьшить регуляторные требования и входные барьеры на рынок акций, чтобы маленькие компании могли буквально среди friends&family собрать первые небольшие деньги. А то сейчас IPO — это столь дорогое упражнение, которое могут себе позволить только гиганты, которым и деньги то особо не нужны.»

«Вывод на рынок капитала компаний (предпринимателей) на разных стадиях развития бизнеса —от Seed до IPO и т.п. — чтобы дать инвесторам очень широкие инвестиционные свойства по соотношению «риска-доходности».»

«Комиссии организаторов IPO являются неподъемными для мелких и средних компаний, планирующих IPO. Повышение конкуренции между организаторами будет способствовать снижению комиссий.»

«Стимулирование выхода новых эмитентов на рынок капитала за счет налоговых мер, развития экспертной поддержки компаний, упрощения процессов выхода на рынок.»

Налоговый арбитраж между публичными и непубличными компаниями

«Введение налоговых стимулов для непубличных компаний, которые превысили пороговые значения по выручке, но не вышли на IPO, например, повышенная ставка по налогу на прибыль или по налогу на дивиденды.»

«Установление повышающего коэффициента при расчете налоговой базы эмитента по расходам, связанным с первичным размещением и листингом.»

«Для всех типов компаний - создание эффективного налогового арбитража между публичными и непубличными компаниями — это должно создать здоровый интерес к выходу на рынок.»

«Налоговые поощрения (каникулы) для эмитентов с первичным размещением и особенно для тех, кто попадает в премиальный (первый) котировальный список.»

«Отмена стимулирования банковского кредитования.»

Повышение эффективности публичных гос компаний

«Частичная приватизация российских корпораций - уже есть списки кандидатов, нужно двигаться, составлять план приватизации и вменять KPI менеджменту в привязке к целевой капитализации компании - вшивать это в систему мотивации.»

«Работа с гос компаниями, а именно повышение эффективности публичных компаний.»

«Повышение эффективности гос компаний - внедрение LTIP в привязке к капитализации (TSR).»

«Введение программ долгосрочной мотивации менеджмента госкомпаний, основанных на росте капитализации.»

2. Рекомендации по привлечению иностранных инвесторов на российский рынок капитала

Мы также попросили экспертов (вопрос 5 опроса) поделиться мнением о важных инициативах, которые необходимо запустить для привлечения иностранных инвесторов на российский рынок акций.

Необходимо проводить активную работу на всех уровнях по стимулированию спроса со стороны иностранных инвесторов, расширяя связи с дружественными странами (БРИКС), упрощая доступ на российский рынок капитала, предоставляя дополнительные налоговые льготы

«Основная стратегия в настоящий момент – работа с инвесторами из стран BRICS и партнеров BRICS, обеспечение для них режима наибольшего благоприятствования,

налоговых преференций итд. В условиях текущей политической ситуации это единственный действенный способ привлечения внешнего финансирования.»

«Развитие инфраструктуры для работы с иностранными инвесторами из дружественных стран: Создание многоязычных информационных ресурсов, поддержка финансовых консультантов и упрощение трансграничных платежей сделают инвестиции более удобными для зарубежных инвесторов.»

«Упрощение доступа нерезидентов из дружественных стран к российской финансовой инфраструктуре, включая разработку и внедрение экспериментальных правовых режимов.»

«Обеспечение доступа и привлечение на российский рынок акций иностранных инвесторов из дружественных стран – как через стимулирование открытия филиалов банков и инвестиционных компаний, так и через облегчение их взаимодействия с российской финансовой инфраструктурой (биржа, спец.депозитарий, операторы информационных систем ЦФА и т.п.).»

«Большой охват двусторонними инвестиционными соглашениями: заключение соглашений с дружественными странами для защиты инвестиций и устранения двойного налогообложения может укрепить доверие иностранных инвесторов.»

«На текущем этапе, в первую очередь необходимо работать с этим через «интервенции» со стороны государственных органов в дружественных странах, которые смогут простимулировать приток на рынок РФ средств государственных институтов/институтов развития.»

«Трансляция информации и показателей о российских активах, экономики и т.п. (все что важно для принятия инвестиционных решений) на национальных языках в форматах, адаптированных для восприятия иностранными клиентами. Желательно в автоматическом режиме. + обучение иностранных специалистов российскому рынку.»

«Проведение конференций в целевых странах под лозунгом Invest in Russia. Создание гос агентства по развитию фондового рынка.»

«Взаимный выход на рынки друг друга.»

«Допуск российских профучастников на дружественные рынки, в т. ч. послабление регуляторных требований. Выработка подходов по выходу УК на рынки дружественных юрисдикций.»

«Налоговые стимулы: введение налоговых льгот для иностранных компаний, инвестирующих в определенные отрасли или регионы, может стимулировать приток капитала.»

«Введение налоговых льгот при долгосрочном владении (по аналогии с резидентами).»

Необходимо восстановить доверие иностранных инвесторов к российскому рынку капитала через дополнительные гарантии со стороны государства, мера по повышению защиты иностранных инвесторов, усилению прозрачности и корпоративного управления эмитентов

«Гарантии от государства, что если принадлежишь к определенному кругу инвесторов (дружественных), то на тебя не распространяется текущее регулирование, осложняющее проведение операций для иностранцев, и вывод прибыли.»

«Простой и прозрачный механизм инвестирования и налогообложения с гарантиями от государства (например через биржу). Чтобы налоговым агентом была сама биржа. Что-то типа «госуслуг» для иностранцев.»

«Транспарентность, высокие стандарты корпоративного управления и защиты прав миноритарных акционеров.»

«Включить в советы директоров российских эмитентов представителей инвестиционных фондов дружественных стран.»

Необходимо создать платежную и депозитарную инфраструктуру для иностранных инвесторов

«Основное - это создание депозитарных мостов, дать возможность инвесторам зайти через своих брокеров. »

«Привлечение международных инвесторов из стран BRICS после разворачивания международного клиринга BRICS Pay.»

«Создание торгово-клиринговых мостов между РФ и иностранными биржевыми центрами – чтобы наши инструменты зеркально торговались там, а их – у нас.»

«Создание механизма конверсии иностранной валюты или клиринга международных расчетов вне системы SWIFT и без риска утечки данных в недружественные юрисдикции (мультивалютные платформы ЦВЦБ, криптовалютные платформы, прямые расчеты между центральными банками по согласованному курсу).»

«Цифровые активы и платформы. В целом новые инструменты и формы инвестиций.»

«Разработка и развитие использования инструментов, опосредующих участие иностранных инвесторов на рынке акций (например, через гибридные цифровые права и анонимные фонды инвестиций).»

4.2 Результаты кабинетных исследований с целью выявления лучших практик на примере зарубежных рынков капитала

В рамках нашего исследования были выявлены следующие проблематики и вызовы, которые, мы взяли для дальнейшей проработки с целью выявления лучших практик на примере зарубежных рынков капитала:

Проблематика 1: Статично низкое предложение части экономики, с большой концентрацией крупных частных и гос компаний, слабая связь рынка капитала с стратегическими целями развития экономики и фокуса на финансирование инновационных, высокотехнологичных компаний, как это выстроено на примере рынков капитала других стран. Мы изучили практики организации и сонастройки рынка IPO Японии, Китая и Индии, стран, которые показывали выдающиеся результаты на протяжении последних 10 лет.

Лучшие практики рынка IPO на примере Японии

Передовая практика: передовые методы создания надежной среды для инноваций и предпринимательства, с фокусом на deep-tech

Подходы для заимствования:

- сквозное, чёткое и последовательное целеполагание на всех реперных точках
- активная поддержка со стороны государства
- партнерство с университетами

Правительство Японии реализовало несколько инициатив, направленных на улучшение условий для IPO стартапов в рамках своей более широкой стратегии по активизации экосистемы стартапов. Эта работа отражена в Пятилетнем плане развития стартапов (Startup Development Five-Year Plan), который был объявлен в начале 2022 года. [140,141]

Цели Пятилетнего плана развития стартапов:

- Увеличение числа стартапов: План направлен на создание 100 000 стартапов и достижение 100 единорогов к 2027 году, что должно помочь Японии стать ведущим центром стартапов в Азии и в мире.
- Рост инвестиций: Установлена цель увеличить инвестиции в стартапы с 5,3 млрд долл. в 2021 году до 64,6 млрд долл. к финансовому году 2027, что указывает на десятикратное увеличение финансирования.

Ключевые инициативы, поддерживающие IPO:

Улучшенный доступ к капиталу

Правительство планирует укрепить финансирование венчурного капитала через различные меры, включая создание фонда роста венчурного капитала объемом 1.3 трлн долл. Японской инвестиционной корпорацией для поддержки стартапов на поздних стадиях.

Фонд пенсионных инвестиций правительства (GPIF) перенаправит часть личных финансовых активов на инвестиции в стартапы, что обеспечит больший доступ к капиталу для новых предприятий.

Регуляторная поддержка

Правительство работает над снижением барьеров для выхода стартапов на биржу, включая смягчение регуляторных требований и улучшение общей бизнес-среды для IPO.

Конкретные меры включают пересмотр структуры опционов на акции и расширение возможностей закупок для стартапов в рамках государственных контрактов.

Сотрудничество с университетами

План акцентирует внимание на партнерстве с университетами, побуждая их содействовать созданию стартапов через инициативы, такие как "Один университет — один выход", которая направлена на генерацию нескольких стартапов из академических исследований.

Поддержка инноваций и технологий

Акцент на секторах deep-tech является ключевым, поскольку эти области продемонстрировали значительный потенциал для роста и инноваций в экосистеме стартапов Японии. Ожидается усиленная поддержка стартапов в области технологий и наук о жизни, которые критически важны для будущего успеха IPO.

С помощью этих инициатив Япония стремится не только увеличить число стартапов, но и повысить их жизнеспособность и привлекательность для публичных инвестиций через IPO. Создавая надежную среду для инноваций и предпринимательства, правительство стремится создать устойчивый цикл роста, который будет выгоден как для стартапов, так и для инвесторов.

Лучшие практики IPO рынка -Китай + Гонконг

Передовые практика и подходы:

- особый упор на поддержку компаний из стратегически важных отраслей для страны, рынок капитала де факто выполняет свою истинную роль в экономике
- биржевая специализация с фокусом на инновационные компании, а также МСП сегмент, сонастройка ролевой модели между биржей и регулятором
- фокус на защиту частного инвестора через обеспечение высококачественного предложения на рынке акций

- самодостаточность с точки зрения спроса, присутствие иностранных инвесторов очень низкое

С 2022 по 2024 год Китай внедрил значительные регуляторные улучшения в области первичных публичных предложений (IPO), направленные на улучшение рыночной среды для компаний, стремящихся выйти на биржу. [146,147,148,149,150,151,152,153,154,155,156]

Китай делает особый упор на поддержку компаний из стратегически важных отраслей для страны:

- информационные технологии нового поколения,
- высокотехнологичное оборудование,
- новые материалы, возобновляемая энергетика,
- энергосбережение и охрана окружающей среды,
- биомедицина.

Акцент на высокотехнологичные отрасли обусловлен инициативой "Сделано в Китае 2025" (MIC 2025), для закрепления позиции Китая как глобального лидера в высоких технологиях. Цель заключается в снижении зависимости Китая от импорта иностранных технологий и значительных инвестициях в собственные инновации, чтобы создать и развивать китайские компании, способные конкурировать как на внутреннем, так и на международном рынках.

Изменение системы регистрации для IPO

17 февраля 2023 года Китайская комиссия по регулированию ценных бумаг (CSRC) объявила о полном внедрении системы регистрации для IPO на всех фондовых биржах материкового Китая. В результате произошли следующие изменения:

- **Изменение ролевой модели:** Было: проспект эмиссии сначала проверялся регулятором (CSRC), а после этого направлялся на биржи для проведения листинга. Стало: валидация на стороне биржевых структур, регулятор не взаимодействует напрямую с эмитентами, биржи являются единым окном для эмитентов и уже биржи взаимодействуют с регулятором.
- **Валидация цены:** Было: валидация цены акции проводилась регулятором. Стало: валидация цены на стороне биржевых структур.
- Регулятор проверяет только соответствие законодательству, при этом, если у регулятора возникают вопросы, он возвращает проспект бирже с требованием провести дополнительную проверку.

В результате этих изменений процесс проведения IPO в Китае становится ориентированным на рыночные механизмы и соответствие международным стандартам

регулирования, что способствует повышению доверия инвесторов и улучшению инвестиционной среды в стране. При этом, были внесены изменения в правила листингов, увеличив минимальные пороги для выхода на рынок акций.

Также новая система пересмотрела ограничения по волатильности цены акции в первые 5 дней после IPO, прежние ограничения были сняты, при этом начиная с 6 дня торгов изменение цены ограничено в пределах 10% для SSE и SZSE, и 20% для Shanghai STAR и Shenzhen ChiNext.

Еще одно изменение - было снято ограничение по мультипликатору (P/E) для SSE и SZSE, при прежней системе максимальный P/E ≤ 23 .

В 2022 году CSRC разработала трехлетний план, одним из фокусов которого является обеспечение стабильного роста рынка капитала, при этом обеспечивая высококачественное развитие экономики. Развитие рынка капитала с целью достижения стратегических направлений развития экономики. Обеспечения стабильного рынка IPO, а также рынка вторичных размещений (FPO). Продвижение ключевого hi-tech, как основного фокуса SSE Star Market, повышения эффективности SZSE ChiNext и Beijing SE. Также CSRC предпринимает усилия по продвижению рынка частного капитала (PE) и венчурного капитала (VC).

Наглядный примером реализации плана являются текущие результаты SSE STAR Market, или официально известная как Научно-технологическая инновационная площадка Шанхайской фондовой биржи, которая была создана 22 июля 2019 года. Часто называемая «Китайским Nasdaq», она нацелена на предоставление платформы для инновационных и высокотехнологичных компаний для доступа к рынкам капитала.

По состоянию на 2024 год на Star Market зарегистрированы 577 компаний, а совокупная рыночная капитализация компаний на этой площадке составила около 0.8 трлн долл.

Возможности для малых и средних предприятий (МСП) при новой системе:

- **Реформа согласуется с более широкой экономической стратегией Китая по продвижению технологических инноваций.** Облегчая доступ к капиталу, система регистрации поощряет инвестиции в исследования и разработки среди МСП, способствуя инновациям и конкурентоспособности в различных секторах.

- Новая система регистрации IPO смягчает предыдущие требования к листингу, это позволяет компаниям с менее строгими показателями прибыльности квалифицироваться для IPO, тем самым увеличивая количество МСП, которые могут рассматривать выход на биржу как вариант финансирования. Облегчая доступ к фондовому рынку, система направлена на снижение финансовых нагрузок на МСП, что критически

важно для МСП, которые часто сталкиваются с трудностями при получении традиционных банковских кредитов из-за высоких требований к залогу и процентным ставкам.

- Акцент смещается с жестких оценок прибыльности на всестороннее раскрытие информации. Это изменение позволяет МСП с высоким потенциалом роста, но ограниченной исторической прибылью, прозрачно представлять свои бизнес-модели, тем самым привлекая инвесторов, которые ценят перспективы будущего роста больше, чем прошлые результаты.

Создание более конкурентной среды, где рынок определяет оценки компаний.

Гонконг

Гонконгская фондовая биржа (HKEx) внедрила новые требования в рамках главы 18С своих правил листинга, чтобы облегчить процесс листинга для компаний в области “Specialist Technology Companies”. Эта инициатива, вступившая в силу 31 марта 2023 года, направлена на поддержку компаний, занимающихся исследованиями и разработками в определенных технологических секторах. Вот ключевые аспекты нового режима:

Обзор главы 18С

Допустимые компании: Новые правила позволяют проводить листинг как для коммерческих компаний (с значительным доходом), так и для предкоммерческих компаний (находящихся на стадии разработки).

Отрасли специализированных технологий: Компании должны работать в одной из пяти определенных отраслей:

- Следующее поколение информационных технологий,
- Передовое оборудование и программное обеспечение,
- Передовые материалы,
- Новые источники энергии и охрана окружающей среды,
- Новые технологии в сельском хозяйстве и продовольствии,
- Критерии соответствия.

Для коммерческих компаний:

- Минимальная рыночная капитализация должна составлять 4 млрд гонконгских долл.;

- Необходимо продемонстрировать как минимум 250 млн гонконгских долл. дохода от специализированной технологической деятельности за последний проверенный финансовый год;

- Должен быть опыт участия в НИОКР не менее трех финансовых лет до листинга.

Для предкоммерческих компаний:

- Должна быть достигнута более высокая планка рыночной капитализации — 8 млрд гонконгских долл.;

- Нет требований к доходу, но необходимо показать значительные инвестиции в НИОКР.

Требования к независимым сторонним инвестициям: были внесены корректировки для сделок по де-SPAC, упрощающие критерии для независимых инвесторов, участвующих в этих процессах.

Эти изменения направлены на предоставление большей гибкости и привлечение большего числа компаний для листинга на НКЕх в условиях сложных рыночных условий.

Лучшие практики IPO рынка - Индия

Передовые практика и подходы:

- Гибкая и разветвленная система регулирования, в периметре регулирования вся IPO инфраструктура (аналитики, консультанты, ЛОМЫ)

- эффективная специализация рынков IPO (МСП, стартапы + инновации, социальные компании)

- инновационные подходы в аллокации при IPO (лотерейный метод для частных инвесторов)

- альтернативные формы инвестиций (инвестиционные трасты) для федеральных проектов

В течение периода 2021-2023 рынок IPO Индии показывал стремительный рост, на рынок вышло порядка 160 крупных компаний 350 МСП. Также в течение этого времени на рынок IPO Индии вышли инвестиционные трасты и некоммерческие организации. [142,143,144,145]

Компании, вышедшие на IPO, представляли в основном промышленную отрасль, фармацевтику и химическую отрасль, а также потребительский сектор. Также в этот период, на фоне стабильной макроэкономической ситуации, на рынок пришла большая доля частных инвесторов.

75% IPO в течение 2021-2023 годов продемонстрировали положительную доходность - эти результаты укрепили интерес инвесторов к новым рыночным предложениям. В то же время розничные инвесторы склонны продавать около 50% своих распределенных акций в течение первой недели после листинга, если они получают положительный доход.

Регулятором рынка акций в Индии является Совет по ценным бумагам и биржам (SEBI). В стране основными биржами являются Биржа Бомбея (BSE) и Национальная Биржа (NSE) — это электронные биржевые платформы, на которых размещаются и

торгуются акции. Также на рынке функционируют саморегулируемые организации (СРО), которые признаются и регулируются SEBI и играют важную роль в процессе IPO:

- Банки организаторы, консультанты, андеррайтеры - их деятельность регулируется SEBI (Merchant Bankers) Regulations, 1992;
- Рыночные аналитики - их деятельность регулируется SEBI (Research Analyst) Regulations, 2014;
- Эскроу банки - SEBI (Bankers to an issue) Regulations, 1994.

Недавно в Индии стали развиваться нетрадиционные рынки IPO, регулируемые SEBI:

- Рынок IPO малых и средних предприятий (МСП) — это выделенная трейдинговая платформа на базе основной биржи, с терминалами по всей стране, на которой торгуются акции компаний МСП;
- Рынок IPO для стартапов (IGP) — это биржевая платформа для роста инноваторов для стартапов. Платформа учитывает особенности и уникальность бизнес-моделей стартапов, которые ориентированы больше на рост выручки, а не чистой прибыли. Правила листинга облегчены, чтобы стимулировать предпринимательство. К такой платформе могут получить доступ компании с продуктами в области высоких технологий, ИТ, НИОКР, биотехнологий, нано-технологий;
- Рынок IPO для социальных организаций (SSE) — это биржевая платформа, на которой могут выпустить акций, как коммерческие социальные компании, так и некоммерческие.

Альтернативные формы инвестиций:

- Развитие инвестиционных трастов в инфраструктуру (InvIT) и инвестиционных трастов в недвижимость (REIT) в Индии, как одна из стратегических экономических инициатив, привлек значительный интерес со стороны глобальных инвесторов. Недавние изменения упростили работу этих трастов и привлечение инвестиций;
- InvIT и REIT предлагают налоговые преимущества, которые привлекательны как для местных, так и для международных инвесторов. Например, доход от этих трастов часто освобожден от определенных налогов, что делает их привлекательным вариантом для институциональных инвесторов, таких как пенсионные фонды и суверенные фонды;
- SEBI снизил минимум по размеру инвестиций в InvIT и REIT, что делает их доступными для более широкого круга розничных инвесторов;
- InvIT и REIT обычно инвестируют в активы, генерирующие доход, такие как инфраструктурные проекты (например, автомагистрали, электропередачи) и коммерческую

недвижимость. Они обязаны распределять значительную часть своего дохода (не менее 90%) среди держателей, обеспечивая стабильный поток доходов;

- Сектор инфраструктуры Индии требует инвестиций примерно в 1.4 трлн долл. к 2025 году, InvIT стали важным инструментом финансирования инфраструктурных проектов.

По состоянию на январь 2024 года было зарегистрировано примерно 17 InvIT, которые собрали около 14 млрд долл., что указывает на сильное присутствие на рынке.

С 2022 по 2024 год Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI) внедрил несколько ключевых инициатив и регуляторных изменений в области IPO.

- В апреле 2022 года SEBI изменил процесс распределения акций для категории не институциональных инвесторов (НИИ) с пропорционального на лотерейный. Это было направлено на предоставление более справедливой возможности для розничных инвесторов получить распределение в IPO с завышенными заявками;

- SEBI стал более строгим в отношении ключевых показателей эффективности (KPI), структуры акционеров до IPO и других раскрытий информации, это увеличило время одобрения IPO, при этом повысило доверие инвесторов;

- SEBI предложил изменение в сроках листинга для IPO с 1 сентября 2023 года. Новый срок листинга составит T+3 дня, что означает, что акции будут зарегистрированы на фондовых биржах через три рабочих дня после закрытия IPO, вместо предыдущего требования в шесть рабочих дней (T+6). Сокращение срока листинга ожидается как выгодное для эмитентов, так и для инвесторов:

- Эмитенты получают более быстрый доступ к капиталу, привлеченному через IPO, что упростит ведение бизнеса;

- Инвесторы смогут быстрее получить кредит и ликвидность для своих инвестиций, что позволит им быстрее получить доступ к своим средствам.

Это предложение SEBI о сокращении сроков листинга IPO является стратегическим шагом, направленным на повышение эффективности рынка и улучшение опыта инвесторов.

Анализ альтернативных механизмов выхода на публичный рынок

SPAC IPO

Альтернативный механизм выхода на публичный рынок как SPAC IPO, является привлекательным гибким инструментом для стартапов с целью быстрого доступа к капиталу. При этом, на протяжении исследуемого периода этот механизм не подтвердил своей устойчивости и результативности для инвесторов. На данный момент, мы не видим целесообразности переиспользования данных механизмов для рынка IPO России.

Одним из альтернативных механизмов выхода стартапов на публичный рынок капитала стал рынок SPAC IPO (компаний по приобретению специального назначения). На рынке IPO России такой механизм не внедрен. [136,137,138,139]

SPAC — это инвестиционные структуры, регулируемые US SEC, созданные для слияния с частными компаниями, желающими выйти на биржу без традиционного IPO. Роль SPAC - собрать средства от инвесторов для приобретения бизнеса, предоставляя частным инвесторам возможность вложиться в перспективные стартапы. Стоимость акций SPAC на входе зарегулирована и равна 10 долл. США. Менеджменту компании SPAC, его обычно называют «спонсорами СПАК», дается 18 либо 24 месяца с момента проведения своего IPO, чтобы привлечь партнера для слияния. Фактически выход частной компании на публичный рынок происходит в момент слияния со SPAC (далее de-SPAC), при этом SPAC ликвидируется.

Если спонсорам не удаётся найти таргет, деньги возвращают инвесторам, а SPAC прекращает свою деятельность. При этом все организационные траты ложатся на спонсоров СПАК.

Преимущества SPAC IPO для частных компаний:

- не надо проходить сложную и затратную процедуру IPO, ведь есть уже готовая и вышедшая на биржу компания
- IPO обычно занимает от одного до полутора лет. На процедуру SPAC понадобится до полугода.
- При IPO стоимость компании определит рынок, при СПАК она будет известна заранее. Это может быть преимуществом для стартапа, особенно когда рынок падает.
- Обычно спонсоры СПАК — профессионалы с богатым опытом в финансовом мире: они за счет собственных связей могут привлечь в компанию большое количество инвесторов. А еще они могут усилить структуру управления компанией.
- Возможность размещать прогнозы менеджмента — это полезно для частных инвесторов. При обычном IPO такие прогнозы не размещают.

Минусы:

- Придется отдать часть акций - порядка 20% новых акций. Причем эту долю предоставляют не только в форме обычных ценных бумаг, но и в виде варрантов.
- При слиянии со СПАК меньше проверок. А без них есть риск, что бизнес оценят неправильно. Это, в свою очередь, может привести к судебным разбирательствам со стороны обманутых инвесторов.

- Быстрота выхода на биржу — это не только преимущество, но и недостаток. Документы и отчеты надо готовить качественно, но в гораздо более сжатые сроки. Для молодой фирмы, особенно небольшого стартапа, это может стать проблемой.

В России механизма, аналогичного SPAC, не существует. Поэтому вкладывать в СПАК можно на американском или европейском рынках.

Начиная с 2020 года рынок SPAC IPO стал активно развиваться, особенно выражено в США. Также эти инструменты были внедрены в большинстве стран Европы, Канаде, Гонг Конге, Израиле, Южной Корее, Сингапуре. Данный механизм стал очень популярен для многих компаний со стратегиями быстрого роста, такими как производство электромобилей, финтех компании, космический туризм, биотехнологии.

В течение 2020 и 2021 года был бум на рынке SPAC IPO, количество SPAC IPO сделок составило 930 или 20% от общего количества IPO сделок в мире за этот период. Объем привлечения составил 252 млрд долл. или 26% от общего объема IPO. Также это были пиковые годы для de-SPAC сделок за этот период произошло порядка 335 слияний.

Начиная с 2022 года активность на SPAC IPO рынке снизилась, отчасти, в результате ужесточения регуляторных требований со стороны US SEC - был в существенной мере убран регуляторный арбитраж в пользу SPAC IPO. Это произошло на фоне негативной динамики компаний, зашедших на рынок в результате SPAC IPO. Так, из 280 de-SPAC слияний в США, которые случился в период 2019-2021 года, 93% показывали убыток после даты слияния и 89% торговались ниже 10 долл. за акцию на конец 2022 года.

Также, в течение 2022 и 2023 года часть SPAC были ликвидированы (260+ компаний), так как таргет для слияния не был найден и число ликвидаций скорее всего увеличится в 2024 году. Всего на конец 2023 года случилось 620 de-SPAC слияний — это 55% от общего количества запущенных SPAC.

Проблематика 2: В рамках исследования мы выявили начиная с 2022 года распространение практики интернализации торгов крупными брокерами, на фоне существенной концентрации брокеров. В настоящий момент на российском рынке не внедрены механизмы управления интернализацией на рынке, с целью защиты инвесторов от волатильности цены. Мы изучили практики управления интернализацией на рынке США и Германии - на этих рынках мы выявили самые продвинутые подходы по этой проблематике.

Интернализация - практика США

Выводы:

Регуляторные механизмы на фондовом рынке США, направлены на обеспечение исполнения сделок по наилучшей цене и защиту интересов инвесторов.

Такие подходы как, алгоритмическая маршрутизация заявок, раскрытие информации о заявках и условиях их исполнения, направлены на повышение прозрачности и качества исполнения сделок. Регулирование повышение качества исполнения сделок охватывает не только улучшение ценовых условий, но и ограничению торговых издержек при их исполнении, что способствует поддержанию более эффективных и доступных торгов для участников рынка.

Интернализация на фондовом рынке США регулируется следующими нормативными актами, эти правила общие и обязательны для зарегистрированных брокеров, неважно будут ли заявки исполнены интернализировано или нет.

- Securities Exchange Act 1934 – согласно которому, брокеры обязуются исполнять заявки по наилучшей цене для клиентов (best execution obligation), принимая во внимание такие факторы как цена, срок исполнения, вероятность исполнения

- Regulation National Market System (NMS) – правила для повышения конкуренции между торговыми площадками, чтобы инвесторы получали лучшую цену по своим заявкам.

Маршрутизация заявок – это процесс, при котором брокер отправляет заявку в один или несколько торговых центров для исполнения. Большинство компаний используют «умную маршрутизацию заявок» (Smart Order Routing, SOR) с использованием сложных алгоритмов, чтобы обеспечить наилучшее исполнение сделок и минимизировать влияние на рынок. Правило Reg NMS Rule 606 требует, чтобы брокеры раскрывали свои практики маршрутизации заявок.

Совокупный объем торгов распределен между торговыми центрами, куда брокерами направляются заявки от инвесторов для исполнения.

- Биржи (Exchanges). Доля торгов на биржах в 57,9% почти полностью относится к институциональным инвесторам. Это объясняется тем, что большие институциональные заявки стоят дороже и несут больше рисков, поэтому обычно они направляются на биржи.

- Альтернативные торговые системы (ATSs):

- Electronic Communication Networks, ECNs – это автоматизированные системы, которые сопоставляют заявки на покупку и продажу ценных бумаг на рынке. ECNs являются подмножеством альтернативных торговых систем (ATS), которые работают в электронном виде и обеспечивают прозрачность, отображая заявки всем участникам рынка.

- Dark Pools - один из главных типов альтернативных торговых систем, позволяют трейдерам размещать заявки без публичного отображения их

объема или цены до тех пор, пока сделка не будет исполнена. Это помогает минимизировать влияние на рынок при крупных сделках, что делает их привлекательными для институциональных инвесторов, которые хотят скрыть свои торговые намерения.

- Хоулсейлеры (Wholesalers) – это OTC маркет мейкеры, которые получают лицензию как брокеры-дилеры. Они готовы исполнять сделки за свой счет в объемах менее одного лота, также обеспечивают ликвидность, поддерживая запасы акций и других ценных бумаг. Они готовы покупать или продавать в любое время, что помогает стабилизировать цены и гарантирует быструю реализацию сделок. Более 90% рыночных заявок розницы направляются хоулсейлерам, и 90% этих заявок интернализованы.

- Прочие брокеры-дилеры (Other BDs), которые исполняют заявки через механизм интернализации, выступая как принципал.

Таблица 4.1 Распределение общего объема торгов между торговыми центрами в США

Тип торгового центра	Количество площадок	Доля общем объеме торгов, %	Доля от внебиржевой торговли, %
Биржи	16	57,9%	-
Альтернативные торговые системы	32	10,2%	25,2%
Хоулсейлеры	6	23,9%	59,4%
Прочие брокеры-дилеры	232	6,3%	15,6%

Практика Payment for Order Flow (PFOF) – это практика на фондовом рынке США, согласно которой биржи и хоулсейлеры платят брокерам комиссию за маршрутизацию заявок им. Эта практика является противоречивой, так как здесь присутствует явный конфликт интересов, однако из-за того, что большинство интернализованных заявок, исполненных хоулсейлерами по наилучшим ценам, то пока эту практику сложно оспорить.

SEC в конце 2022 года предложил следующие реформы фондового рынка:

Правило конкуренции заявок – SEC рассматривает интернализацию заявок как потенциально антиконкурентное. Предложение обяжет, чтобы заявки подвергались сравнению по каждому из них перед интернализацией, предполагая, что это приведет к лучшему исполнению через конкурентный процесс торгов. В предложении по Правилу конкуренции заявок SEC утверждает, что интернализация у хоулсейлеров, хотя и обеспечивает улучшение цены, не является оптимальным. Однако данные, представленные для обоснования этой позиции, также показывают, что розничные инвесторы получают лучшие результаты по сравнению с институциональными инвесторами, и что интернализованное исполнение у хоулсейлеров выгодно.

Раскрытие информации о заявках – это поправка к существующему правилу Reg NMS Rule 605, которая, по сути, расширяет сферу действия правила, чтобы большее количество заявок подлежало раскрытию. Положение о достижении «прозрачности лучших по цене заявок» будет применяться и к мелким лотам (заявкам менее чем на 100 акций). Большинство мелких лотов относится к розничным заявкам, и требование отчетности по сделкам с мелкими лотами направлено на повышение прозрачности рынка и качества исполнения.

Комиссии за доступ – биржи и ATS взимают комиссии за доступ, которые подлежат законодательному ограничению, с целью снижения торговых издержек.

Интернализация - практика Германии

Выводы:

Регуляторные механизмы на фондовом рынке Германии существенно влияют на то, как брокеры осуществляют интернализацию сделок. Под строгим контролем BaFin и требованиями к соответствию MiFID II брокеры должны балансировать практику интернализации с обязательствами по обеспечению наилучшего исполнения и учету влияния на рыночную ликвидность.

Интернализация на фондовом рынке Германии регулируется через:

Контроль BaFin: Федеральное управление финансового надзора Германии (BaFin) применяет нормативные акты, регулирующие возможность брокеров интернализировать сделки, при этом обеспечивая приоритетность наилучшего исполнения для клиентов. Это включает требования к прозрачности и раскрытию торговых практик, что может ограничивать агрессивную интернализацию со стороны брокеров;

Соответствие MiFID II: Директива о рынках финансовых инструментов II (MiFID II), действующая по всему ЕС, значительно влияет на интернализацию. MiFID II требует, чтобы брокеры доказывали, что они обеспечивают наилучшее возможное исполнение клиентских заявок. Эта норма обязывает брокеров оценивать и отчетываться о качестве исполнения, что может повлиять на их решение интернализировать сделки или направлять их на внешние площадки;

Payment for Order Flow (PFOF): хотя практика PFOF более распространена в США, в Европе к ней все больше проявляют внимание. В Германии брокеры должны тщательно соблюдать регуляторные требования, чтобы избежать конфликта интересов, который может возникнуть при интернализации сделок с целью получения прибыли, а не оптимизации исполнения для клиентов;

Рыночный надзор: Наличие независимых механизмов рыночного надзора на торговых площадках, таких как Xetra, обеспечивает соблюдение брокерами нормативных

стандартов при интернализации сделок. Этот контроль помогает предотвратить манипулятивные действия и способствует справедливым условиям торговли, что может повлиять на подход брокеров к интернализации;

Учет ликвидности: Регуляторные акты также касаются вопросов ликвидности, связанных с интернализацией. Требуя от брокеров учитывать влияние на рынок в целом при исполнении сделок, нормативы направлены на предотвращение снижения ликвидности или расширения спредов между покупкой и продажей на более широком рынке.

Проблематика 3: На основании опроса физических лиц, мы выявили, что финансовая грамотность является существенным фактором успеха для существующих инвесторов и ее недостаток - существенным барьером для выхода на рынок акций. Мы изучили практики повышения финансовой грамотности на рынках капитала, где исторически доля частных инвесторов существенная.

Финансовая грамотность населения. Мировые практики.

Выводы:

Хотя согласно рейтингу стран по финансовой грамотности среди стран G20 Россия входит в ТОП-10 стран, внедрение обязательных знаний финансовой грамотности началось недавно на государственном уровне. Чем в более молодом возрасте люди обучались финансовой грамотности, тем легче и качественнее инвестиционная деятельность осуществляется в сознательном возрасте. Необходимо продолжать внедрять сотрудничество финансовых институтов с образовательными учреждениями, лицензировать работу финансовых блогеров для качественного образовательного контента, а также развивать финансовую грамотность регионов, большинство очных программ доступны в основном для центрального региона.

Инициативы в России

Среди населения финансовая грамотность популяризируется через различные инициативы и программы, направленные на обучение и информирование граждан. Основные методы и подходы включают:

Государственные программы: стратегия повышения финансовой грамотности, утвержденная правительством на 2023-2030 годы. Она направлена на формирование финансовой культуры и повышение уровня финансовой грамотности среди всех возрастных групп. В рамках стратегии планируется, что все школьники и студенты колледжей будут получать базовые знания по финансовой грамотности

Образовательные программы: с 2022 года финансовая грамотность стала частью обязательной школьной программы. В 2023 финансовая грамотность внедрялась в образовательные программы на всех уровнях. Это включает разработку новых учебных

материалов и цифровых образовательных продуктов, а также создание центров финансовой грамотности в каждом регионе страны.

Информационно-просветительская деятельность: Проводятся различные кампании по повышению финансовой грамотности, включая онлайн-уроки, вебинары и семинары. В 2022 году более 30 миллионов граждан приняли участие в таких мероприятиях. Также активно используются социальные сети и интернет-ресурсы для распространения информации о финансовых продуктах и услугах.

Волонтерское движение: Создано движение волонтеров финансового просвещения, насчитывающее более 11 тысяч человек, которые проводят обучающие мероприятия для различных целевых групп, включая пенсионеров и людей с ограниченными возможностями.

Мероприятия и акции: Проводятся тематические недели финансовой грамотности, олимпиады и конкурсы для школьников и студентов, что способствует вовлечению молодежи в изучение финансовых тем.

Сотрудничество с бизнесом: Взаимодействие с финансовыми учреждениями позволяет создавать центры просвещения на базе компаний, а также вовлекать бизнес в волонтерские проекты по финансовому обучению.

Инициативы в Германии

Государственные инициативы: В Германии действует «Стратегия финансовой грамотности», разработанная с целью повысить уровень финансовой осведомленности среди граждан. Правительство активно поддерживает программы, направленные на обучение основам финансового планирования и инвестирования.

Образование: в Германии образование начинается еще в детском саду в игровой форме. В школе финансовая грамотность включается в учебные программы на разных уровнях образования. Многие школы предлагают специальные курсы по личным финансам, экономике и планированию бюджета.

Сотрудничество с частным сектором: Банки и финансовые учреждения организуют обучающие семинары и курсы, на которых рассказывается о различных финансовых продуктах и услугах. Это позволяет гражданам лучше понимать, как пользоваться банковскими услугами и избегать финансовых рисков.

Местные инициативы: Неправительственные организации и фонды также играют активную роль в повышении финансовой грамотности. Они проводят образовательные мероприятия, разрабатывают информационные материалы и кампании для различных групп населения.

Цифровизация образования: С увеличением доступа к интернету, Германия использует онлайн-курсы, вебинары и мобильные приложения для обучения финансовой грамотности. Это делает информацию более доступной для широких слоев населения.

Мониторинг и оценка: Германия активно проводит исследования, чтобы оценить уровень финансовой грамотности среди населения и понять, какие аспекты требуют большего внимания. Это позволяет корректировать программы и усилия в нужном направлении.

Инициативы в Японии

Интеграция в учебные программы: Финансовая грамотность включается в учебные планы на разных уровнях образования, начиная с начальной школы. Учебные материалы разрабатываются совместно с Министерством образования, культуры, спорта, науки и технологий Японии, что обеспечивает соответствие образовательным стандартам и актуальным потребностям.

Модельные школы финансового образования: В стране действуют модельные школы, которые служат примерами для внедрения финансового образования. Эти школы разрабатывают и тестируют новые подходы к обучению, которые затем могут быть распространены на другие учебные заведения.

Программа финансового образования: В 2007 году был принят документ, который стал обязательным для всех школ и вузов. Он включает в себя содержание по возрастным группам, определяющее основные знания и навыки для учащихся различных возрастов. Это позволяет учителям адаптировать свои уроки в зависимости от уровня подготовки учащихся.

Практические занятия и проекты: Учащиеся участвуют в практических занятиях, где они могут применять полученные знания на практике. Например, они могут разрабатывать собственные финансовые планы или участвовать в симуляциях инвестиционных решений.

Сотрудничество с финансовыми учреждениями: Брокерские компании и финансовые организации сотрудничают со школами для разработки учебных программ и проведения занятий по финансовой грамотности. Это включает в себя изучение фондового рынка и основ инвестирования.

Образовательные инициативы и семинары: Регулярно проводятся семинары для учителей и учащихся, на которых обсуждаются актуальные темы финансовой грамотности и делятся лучшими практиками.

Финансовые блогеры обязательно лицензируются и аттестовываются.

Инициативы в Индии

Национальная олимпиада по финансовой грамотности: Это мероприятие проводится для учащихся 6-12 классов и охватывает более 100 школ и 5000 школьников. Олимпиада включает внутришкольные и национальные этапы, где участники получают сертификаты и отчеты о своем понимании финансовых аспектов, а победители награждаются денежными призами и грамотами

Интеграция в учебные программы: Финансовая грамотность становится частью школьной программы, что позволяет учителям внедрять темы управления личными финансами, сбережений и инвестиций в уроки математики и обществознания.

Образовательные инициативы от Резервного банка Индии: Резервный банк проводит информационно-просветительские мероприятия, включая семинары и лекции для школьников, а также разрабатывает обучающие материалы, такие как книги по финансовому планированию для молодежи

Центры финансовой грамотности: С 2007 года в Индии функционируют центры финансовой грамотности, которые предлагают образовательные программы и консультации для молодежи и взрослых. Эти центры помогают развивать практические навыки управления финансами

Использование цифровых технологий: Внедрение мобильных приложений и онлайн-ресурсов для обучения финансовой грамотности делает информацию более доступной для молодежи.

Сотрудничество с частными секторами: Коммерческие банки и другие финансовые учреждения разрабатывают образовательные программы для школьников и студентов, организуют семинары и переводят материалы на местные языки.

Финансовые блогеры обязательно лицензируются и аттестовываются.

Инициативы в Китае

Государственные инициативы: Правительство Китая внедряет национальную стратегию повышения финансовой грамотности, которая включает в себя кампании и программы, направленные на обучение основам управления личными финансами и понимания финансовых продуктов.

Образование в школах: Финансовая грамотность вводится в учебные программы китайских школ и вузов. Программа включает уроки по основам экономики, личным финансам и инвестициям, что способствует формированию у молодежи правильного отношения к деньгам.

Сотрудничество с финансовыми учреждениями: Банк Китая и другие финансовые институты активно участвуют в обучении населения. Они проводят семинары и вебинары,

предоставляют образовательные материалы, помогающие людям лучше понимать финансовые инструменты и инвестирование.

Использование цифровых технологий: С ростом популярности мобильных приложений и онлайн-платформ, Китай эффективно использует эти инструменты для распространения информации о финансовой грамотности. Вебинары, курсы и образовательные игры помогают привлечь молодое население.

Социальные инициативы: Неправительственные организации и различные фонды также запускают программы по повышению финансовой грамотности, организуя тренинги и публичные обсуждения о финансовом планировании и управлении активами.

Оценка и мониторинг программ: Китай проводит регулярный мониторинг уровня финансовой грамотности среди граждан, что позволяет корректировать программы и уроки в зависимости от актуальных нужд населения.

Финансовым блогерам запрещаются высказывания без профильного образования

Инициативы в Турции

Государственные программы: Турецкое правительство внедряет различные национальные инициативы по повышению финансовой грамотности. Одним из значимых проектов является "Национальная стратегия по финансовой грамотности", которая включает в себя кампании по обучению населения основам финансового планирования и управления.

Образование в школах: Финансовая грамотность интегрируется в учебные программы школ и университетов. Вводятся специальные курсы, направленные на обучение молодежи основам экономики, инвестициям и управлению личными финансами.

Сотрудничество с международными организациями: Турция активно сотрудничает с такими международными организациями, как Всемирный банк и ОЭСР, для разработки и внедрения стандартов по финансовому образованию и мониторингу прогресса в этой области.

Инициативы финансовых институтов: Местные банки и финансовые организации запускают программы по повышению финансовой грамотности. Они проводят семинары, вебинары и информационные кампании, направленные на разъяснение сложных финансовых понятий и доступных услуг.

Цифровые технологии и интернет: С увеличением доступа к интернету, Турция использует онлайн-платформы и мобильные приложения для распространения информации о финансовой грамотности. Это позволяет охватить более широкую аудиторию и адаптировать обучение к потребностям различных групп.

Общественные инициативы: Неправительственные организации и фонды также играют значительную роль в повышении финансовой грамотности, проводя акции, тренинги и распространяют информационные материалы среди населения.

Проблематика 4: Одной из характерных особенностей частных инвесторов, выявленных в рамках нашего опроса, стал факт существенного влияния социальных сетей на поведение и решения инвесторов (особенно пришедших на рынок в последние 3 года). Этот же феномен мы выявили в рамках анализа недавних исследований поведения частных инвесторов на самых крупных рынках капитала. Вопрос управления активностью лидеров общественного мнения, которая влияет на решения, принимаемые инвесторами, является актуальным в большинстве стран. Так называемый эффект «меме» акций уже сказался на ряде рынков капитала. Мы изучили продвинутые практики на примере рынка Индии.

Meme stock эффект

Meme stocks - это акции компаний, которые становятся популярными среди частных инвесторов посредством каналов социальных сетей и онлайн групп, которые зачастую показывают существенную волатильность цены. Этот феномен появился в 2020 году, когда возникла ситуация сверх волатильности цены акций компании GameStop, в результате скоординированной ажиотажной покупки акций частными инвесторами, участниками форума Reddit's. Цена акций этой компании очень быстро взлетела вверх и была завышенной, так как определялась эмоциональными покупками, а не фундаментальными драйверами цены. В результате участники рынка, кто играл «в короткую» проиграли несколько миллиардов долл. В России аналогом акций-мемов можно назвать акции «Россети Юг», которые поднялись из-за активных публикаций в Телеграм-каналах. [157,158,159,160,161,162,163,164,165]

Практика регулятора Индии

Регулирование финансовых консультантов

Регулятор рынка акций в Индии, Совет по ценным бумагам и биржам (SEBI), напрямую регулирует работу инвестиционных консультантов на рынке Индии. На конец 2023 года в Индии зарегистрировано 1300 инвестиционных консультантов, которые обслуживают более чем 80 миллионов человек. Недавно SEBI предпринял существенные превентивные шаги по повышению прозрачности и защите частных инвесторов от сомнительных финансовых консультаций, которые могут циркулировать в социальных сетях. В своей новой директиве, SEBI предписывает инвестиционным консультантам раскрывать детали своего присутствия в социальных сетях два раза в год. Этот шаг направлен на борьбу с растущим числом незарегистрированных лидеров общественного мнения (ЛОМ), а также в отношении неэтичного поведения зарегистрированных

консультантов, которые распространяют искаженную или неавторизованную информацию или советы.

Консультанты должны представлять регулятору информацию о своих аккаунтах в социальных сетях, страницах, каналах, или других формах социальных сетей. Также консультанты должны представлять детальную информацию о различных аспектах своей деятельности. В частности, консультанты должны предоставлять информацию о расчетных счетах, на которые они получают комиссионные вознаграждения. Инвестиционные консультанты должны предоставлять отчет регулятору два раза в год. Также SEBI проводит мониторинг социальных сетей, выявляя случаи компрометирующих действий в отношении частных инвесторов. Так, например, благодаря контролю со стороны регулятора, были выявлены некорректные действия со стороны нескольких ЛОМов, и регулятор запретил консультантам продолжать свою профессиональную деятельность и наложил на них штрафы.

Регулирование лидеров общественного мнения (ЛОМов)

При этом SEBI также ввел требование регистрации ЛОМов, а также соблюдения правила дистанцирования инвестиционных консультантов и ЛОМов. Иными словами, ЛОМы не могут быть никаким образом связаны с инвестиционными консультантами, брокерами, управляющими компаниями ил трейдинговыми платформами, единственное исключение может быть партнерства в области обучения частных инвесторов. Целью более жесткого регулирования деятельности ЛОМов является повышение экспертизы инфлюенсеров, а также создание китайских стен с консультантами в области операций с ценными бумагами.

Проблематика 5: В рамках нашего исследования мы выявили на стороне спроса низкую вовлеченность локальных институциональных инвесторов в рынок акций и как следствие низкую ликвидность рынка и высокую зависимость от иностранных инвесторов. Это также становится очевидным при сравнении с практиками других стран, где локальные институциональные инвесторы, особенно пенсионные фонды и страховые компании, являются основными держателями free-float, поставляя длинное финансирование на рынок акций. Мы изучили практику стран, где НПФ и страховые играют существенную роль на рынке акций.

Рынок страхования

Выводы:

На примере развитых рынков страхования США и Китая, доля инвестиций в акции в портфеле страховых компаний в разы выше (13%-22%), чем в России (4%). Это обусловлено более гибкой системой регулирования, как описано ниже. В рамках

нашего исследования мы ограничились верхнеуровневым обзором регуляторных практик и как следующий шаг требуется более детальное сравнение требований регуляторов для выявления возможных примеров для переиспользования.

США

Страховой рынок США – крупнейший в мире, формирует 44,9% мирового страхового рынка.

Как и в других странах, доминирующим инструментом в инвестиционном портфеле страховых компаний США являются долговые ценные бумаги. Но в отличие от большинства других стран, где преобладают инвестиции в государственные ценные бумаги, страховщики США, в частности на рынке страхования жизни и медицинского страхования, в приоритете инвестируют в корпоративные облигации.

В среднем по всему портфелю страховщиков США, долевые ценные бумаги составляют порядка 13%. При этом компании США в сегменте non-life размещают в долевые ценные бумаги более 25% портфеля. Столь значительная доля выделяет страховщиков США относительно других стран (более 25% портфеля на долевые ценные бумаги приходится только у нескольких других стран – Австрии, Хорватии, Исландии и Швеции).

Со стороны национального регулятора США (Национальная ассоциация уполномоченных по страхованию, NAIC) не дается конкретных стандартов и ограничений по структуре инвестиционных портфелей страховых компаний кроме требования по диверсификации (без конкретных рекомендаций по процентам). В связи с этим в США нет единых стандартов по управлению инвестиционными портфелями страховщиков – эти требования определяются на уровне каждого штата самостоятельно, в частности на уровне штатов уточняются разрешенные лимиты в те или иные формы инвестиций, при этом соблюдается баланс между снижением рисков неплатежеспособности и сохранением конкурентных возможностей страховщиков по сравнению с другими игроками на рынке. Ключевым единым для всех штатов требованием остается требование о диверсификации портфеля.

При этом в США выстроена сложная система финансового мониторинга и надзора за страховыми компаниями, обеспечивающая контроль за достаточностью капитала и платежеспособностью.

Китай

Страховые компании играют в Китае критичную роль на рынке инвестиций. Общий объем активов для инвестирования со стороны страховщиков в Китае демонстрирует совокупный среднегодовой темп роста с 2012 по 2021 гг. в размере 14,5%. Доминирующий вид инвестиций – облигации, по разным источникам их доля варьируется от 39% до 46% в портфеле. Инвестиции в акции и ценные бумаги в общей структуре портфеля китайских страховщиков по разным оценкам составляют от 12,7% до 22%, что в абсолютном значении составляет более 411,84 млрд.\$.

Страховые компании в Китае являются:

- крупнейшим институциональным инвестором на рынке паевых инвестиционных фондов,
- вторым крупнейшим институциональным инвестором на рынке ценных бумаг;
- и третьим крупнейшим на рынке облигаций.

Китайский рынок страхования является вторым в мире после США и по данным на 2023 г. составляет 724 млрд.\$ или 10,1% мирового страхового рынка. Страхование в Китае является одним из самых быстрорастущих в мире. Так, по оценкам Swiss Re, на горизонте 2013-2022 гг. среднегодовой реальный (скорректированный на инфляцию) рост рынка Страхования Жизни в Китае составил более 8%, в то время как общемировой аналогичный показатель был чуть выше нуля. Имущественные виды страхования (сегмент Non-Life) в Китае в период с 2013 по 2022 гг. демонстрировали среднегодовой реальный прирост более 10% (против 3,5% по миру в целом).

Две китайские страховые компании - Ping An Insurance и China Life Insurance – входят в ТОП-5 крупнейших страховых компаний Мира по рыночной капитализации.

Регулятор дважды снижал требования к страховым компаниям Китая в плане устойчивости капитала и платежеспособности. Так, первое послабление со стороны регулятора было в 2015 г., а второе - в сентябре 2023 г., которое было введено после ужесточения требований в 2021 г. Снижение требований по устойчивости капитала в 2023 г. дает страховщикам возможность и стимулирует дополнительный интерес к выходу на рынок акций. Запрос на расширение доступа к более высокодоходным инструментам инвестирования есть и со стороны самих страховщиков, т.к. основной страховой бизнес является высоко конкурентным и, как результат, малоприбыльным. Помимо снижения требований по устойчивости капитала регулятором в 2023 г. также был повышен лимит учета будущих прибылей при расчете платежеспособности.

Пенсионные фонды

Выводы:

На примере стран с развитыми пенсионными планами (Австралия и Япония) мы наблюдаем следующие тренды:

- пенсионные реформы в сторону большей гибкости и ответственности на стороне населения с точки зрения инвестиционных решений и управления пенсионными сбережениями (переход на Defined-Contribution пенсионные планы);**
- высокая доля инвестиций пенсионных фондов в долевые инструменты (акции) на фоне гибких регуляторных требований и таргетирования доходности со стороны регулятора (Япония).**

На сегодняшний момент, 90% пенсионных активов представляют пенсионные планы таких стран как Япония, Австралия, Голландия, Швейцария, Великобритания и США. В последнее время Австралия, Великобритания и США пошли по пути перехода на так называемые Defined-Contribution пенсионные планы - планы, в рамках которых размер пенсии зависит от суммы накоплений и дохода от инвестиций на момент выхода на пенсию. В результате реформы, население стран получает большую гибкость, при этом несёт большую ответственность, за управлением инвестициями пенсионных накоплений.

При этом, в Японии, на фоне стареющего населения (доля пенсионеров стремительно растёт), применяется Defined-Benefit пенсионный план, при котором население получает определённые ежемесячные пенсионные выплаты с момента выхода на пенсию, такая же система применяется и в России.

Мы углубились в практику Австралии и Японии, а также проанализировали практику Китая.

Австралия

Пенсионная система Австралии занимает 5-е место по объёму активов в Мирове – 2 448 млрд.\$, (145% от ВВП страны), и 9-е место среди самых успешных систем в Мирове по рейтингу немецкой финансовой компании Allianz (Россия в этом рейтинге занимает 37 место из 75).

Среди анализируемых нами стран Австралия демонстрирует один из самых высоких показателей по доходности от пенсионных инвестиций в реальном выражении на долгосрочном горизонте (20 лет). В Австралии этот показатель равен 4% (в России этот показатель отрицательный и составляет -0,5%).

В Австралии пенсионная система состоит из трех компонентов:

- Первый — государственная пенсия: не предусматривает страховые взносы и финансируется за счёт общих налоговых поступлений. Её могут получать граждане страны с 67 лет, а стаж и место работы не имеют значения.

Госпенсию получают, в том числе, те жители страны, которые никогда не работали. Размер пенсии зависит от величины годового дохода, семейного положения, количества детей на иждивении и наличия имущества в собственности.

- Второй — индивидуальная накопительная пенсия (Superannuation Guarantee): работодатель отчисляет ее работнику за все годы его работы. В стране много пенсионных фондов, австралийцы могут выбирать их самостоятельно, а компании отчисляют туда 11% заработной платы работника. С 1 июля 2023 г. это число повышают на полпроцента каждый год, пока в 2025 г. оно не достигнет 12%.
- Третий — личное участие работника по его желанию в пенсионных фондах и страховых компаниях (Super Co-Contribution). Если гражданин вносит дополнительную сумму в пенсионный фонд, государство тоже добавляет определенную сумму, которая зависит от размера взноса работника и его годового дохода.

Отличительной особенностью Австралии является доминирование формата - Defined-Contribution (88% от общего объема активов в пенсионной системе) – пенсионные накопления формируются в течение жизни на личном счете и используются одной накопленной суммой. В то время как Defined-Benefit формат составляет всего 12%. Этот формат подразумевает гарантированные ежемесячные выплаты на протяжении всего пенсионного возраста.

Также отличительной особенностью Австралийской пенсионной системы является один из самых высоких процентов (50%) инвестиций в долевые ценные бумаги.

Со стороны регулятора не устанавливаются какие-либо лимиты или предписанная структура инвестиционных портфелей для пенсионных фондов, единственным требованием является диверсификация. Также прописан запрет на:

- Выдачу кредитов сотрудникам и их родственникам;
- Инвестиции более 5% в собственные или связанные с пенсионным фондом активы.

Япония

Япония имеет самую большую долю граждан в возрасте старше 65 лет среди стран с населением свыше 1 млн человек. При этом доля пенсионеров в стране составляет около 30% по сравнению с менее чем 25% в других быстро стареющих странах.

Японская пенсионная система состоит из трех частей:

- Национальный пенсионный фонд для самозанятых лиц и лиц, не имеющих права на участие в системе пенсионного страхования наемных работников;
- Система пенсионного страхования трудящихся для работников компаний;
- Пенсия по взаимопомощи для некоторых профессий и отраслей промышленности, которые не могут получить другие пенсии, управляемые Ассоциацией взаимопомощи.

Японская пенсионная система является второй в мире по объему активов – 3 385 млрд.\$, что соответствует 80% от ВВП страны. В рейтинге самых успешных систем в Мире от немецкой финансовой компании Allianz Япония занимает 16 место.

В противоположность Австралии наибольшая доля активов в пенсионной системе Японии – 95% – приходится на формат Defined-Benefit, а в структуре инвестиций долевые ценные бумаги составляют всего 10% (по данным OECD, по другим источникам на долевые ценные бумаги приходится 25%, но при этом долговые ценные бумаги значительно доминируют, формируя 56% от всего портфеля).

Японское министерство благосостояния устанавливает целевые показатели по доходности для Государственного Пенсионного Фонда. В начале декабря 2024 г. были анонсированы новое целевое значение в 1,9% для достижения к 2029 г. (текущее значение – 1,7%). Повышение целевой доходности может свидетельствовать о потенциальном увеличении активности Государственного Пенсионного Фонда на более доходных рынках долевыми ценными бумагами.

Со стороны регулятора не устанавливаются какие-либо лимиты по структуре инвестиционных портфелей, но установлен запрет на инвестиции в недвижимость и кредиты.

4.3 Рекомендации авторов исследования, с учетом результатов опроса экспертов и лучших практик на зарубежных рынках капитала

Рекомендации в части сонастройки рынка акций

1. Необходимо более эффективно встроить рынок акций в механизм построения экономики будущего, с фокусом на стратегически важные для развития страны отрасли, согласно государственным программам стратегического развития и таксономии технологического суверенитета, в результате:

- На всех уровнях должны быть обеспечены сонастроенные между собой эффективные инструменты приоритезации инвестирования в стратегически важные отрасли для страны;
- Должен применяться селективный подход, чтобы рынок акций выступал инструментом долгосрочного финансирования устойчивого развития экономики;
- Рынок акций должен выступать стимулом для роста уровня корпоративного управления компаний, а также повышения производительности и эффективности бизнеса;
- Рассмотреть целесообразность сонастройки биржевой специализации, для более эффективного стимулирования и доступа на рынок акций компаний МСП сегмента и компаний, внедряющих новые технологии;
- Хорошим примером служат практики рынка акций Китая.

2. Необходимо обеспечить эффективную экосистему стимулирования НИОКР/ deep tech, создавая последовательный механизм акселерации и поэтапного финансирования технологического развития страны, в результате:

- Выстроить сквозное целеполагание на всех уровнях жизненного цикла прорывных технологий, которые могут быть масштабированы на уровне страны и за ее пределами - возвращение так называемых “единорогов”, которые бы фокусировались на deep tech;
- Фундаментальным, с учетом горизонта влияния, является участие суверенных инвестиционных фондов для финансирования начальных этапов создания новых технологий;
- Стимулирование ранних стадий инвестирования в технологии со стороны корпораций и частного капитала (венчурное, ангельское инвестирование);
- Усиление роли университетов и научно-исследовательских институтов в сквозном целеполагании развития НИОКР/ deep tech, а также создания межстрановых взаимодействий (на уровне БРИКС) с целью обмена опытом и научной экспертизой;
- Хорошим примером являются практики Китая, Японии.

3. Необходимо продолжить совершенствование регулирования и сонастройки инфраструктуры рынка акций, с учетом выявленных особенностей российского рынка, с целью стимулирования повышения квалификации инвесторов и бескомпромиссного пресечения любых форм манипуляций на рынке, для укрепления формирующегося доверия инвесторов, как фундаментального принципа устойчивости рынка. При этом защита интересов инвесторов выступает основополагающим принципом регулятора и биржевых структур, для этого необходимо:

- Расширение и гармонизация регулирования всех существенных инфлуенсеров рынка акций, включая аналитиков и консультантов, а также участников социальных сетей, лидеров общественного мнения. Хорошим примером здесь выступают регуляторные практики Индии;

- Обеспечение прозрачности и подотчетности компаний, создание единой базы эмитентов с актуальной информацией о них;

- Обязательное требование утверждения дивидендной политики акционерами как мера повышения и предсказуемости для всех инвесторов;

- Усиление защиты частной собственности с фокусом на защиту от дискриминации рыночного инвестора;

- Дополнительное исследование влияния интернализации торгов на инвесторов и, в случае подтверждения существенного негативного влияния, внедрение дополнительных мер со стороны регулятора для обеспечения исполнения сделок по наилучшей цене и защите интересов инвесторов. Хорошим примером здесь выступают регуляторные практики США и Германии;

- Повышение уровня финансовой грамотности: продолжать внедрять сотрудничество финансовых институтов с образовательными учреждениями, лицензировать работу финансовых блогеров для качественного образовательного контента, а также развивать финансовую грамотность регионов.

Рекомендации в части стимулирования спроса на рынке акций

1. Необходимо усилить роль локальных институционалов на рынке акций, особенно НПФ и страховых компаний, где текущая доля акций в портфелях в разы ниже, чем в развитых и развивающихся странах. При этом необходимо создавать дополнительные стимулы для существенного притока средств в рамках пенсионных и страховых программ и снимать ограничения для инвестирования в акции. Все это позволит правильно сориентировать рынок акций как в части формирования устойчивой цены на акции, так и для финансирования крупных IPO, а именно:

- Продолжить пенсионную реформу изучая практики развитых стран по переходу на так называемые Defined-Contribution пенсионные планы, в рамках которых размер пенсии зависит от суммы накоплений и дохода от инвестиций на момент выхода на пенсию. А также разработать новую систему софинансирования долгосрочных пенсионных накоплений, которая способствовала бы увеличению доли средств, направленных в виде долгосрочного финансирования на российские рынки капитала;

- Сориентировать налоговые льготы в рамках запущенной программы долгосрочных сбережений (ПДС), с фокусом привлечения обеспеченных слоев населения, а также стимулирования софинансирования со стороны компаний;

- Пересмотреть текущие требования к риск аппетиту НПФ и страховых компаний на уровне регулятора, опираясь на практику развитых стран, с целью максимизации их участия на рынке акций. Так, одним из факторов, требующих пересмотра, является требование по безубыточности портфеля акций на определенном горизонте. При этом необходимо пересмотреть требования по присвоению рейтинга эмитентов, на базе чего строится риск аппетит инвесторов, в сторону более жесткой селективности с точки зрения потенциала устойчивого роста компаний;

- Значительно расширить список разрешенных инвестиционных инструментов для пенсионных фондов, включая голубые фишки и акции второго эшелона, предоставив им более гибкий выбор.

2. Необходимо дополнительно стимулировать население инвестировать в акции, а также долгосрочные сберегательные программы и пенсионные фонды через налоговый арбитраж в пользу долгосрочных инвестиций, а также с фокусом на стимулирование обеспеченных слоев населения. Особенно это насущно в период смягчения ДКП, чтобы предотвратить нежелательный переток сверхнакоплений в потребление. Меры, которые могут оказать стимулирующие действие:

- Усилить налоговый арбитраж в пользу инструментов долгосрочных долевого инвестиций, пересмотрев в большую сторону налогообложение краткосрочных низко-рисковых инструментов денежного рынка (<1 года) (например, сберегательные счета, депозиты и подобные инструменты);

- Повысить привлекательность ИИС для обеспеченных слоев населения, существенно увеличив размер налогового вычета, дифференцируя его в зависимости от срока ИИС, в пользу долгосрочных. Также освобождение дивидендов и купонов, зачисляемых на ИИС, от НДФЛ;

- Введение долгосрочных налоговых льгот в случае инвестиций в акции: освобождение от налога на дивиденды, в случае владения акциями > 1 года, а также налога на курсовую прибыль для тех, кто держит акции более >5 лет;

- Отдельный налоговый режим для инвестиций в стратегически важные отрасли на долгосрочное владение акциями, купленными в рамках IPO (владение более 1 года).

3. Необходимо развивать рынок коллективных инвестиций и стимулировать частных инвесторов, особенно неквалифицированных, переходить от самостоятельного инвестирования в коллективное, а именно:

- Дать максимально возможные преференции этому рынку: минимизация комиссий, упрощение процедур, минимизация налогообложения ПИФ;

- Увеличение видов биржевых активов, в частности развитие ЦФА, в том числе цифровизация классических активов (ценных бумаг, паевых фондов);

- Расширить доступ к коллективным инвестициям для неквалифицированных инвесторов;

- При этом необходимо обеспечить должный, но мягкий надзор со стороны регулятора за практиками и сложностью продуктов коллективного инвестирования, а также сонастроить механизм регулирования мисселинга, с целью его минимизации.

4. Необходимо проводить активную работу на всех уровнях по привлечению и стимулированию спроса со стороны иностранных инвесторов, с фокусом на дружественные страны. При этом, видится необходимость создания на уровне государства структуры, которая бы взяла на себя реализацию этой задачи, например, создание гос агентства по привлечению иностранных инвесторов на российский рынок акций. Основными задачами мы рекомендуем следующее:

- Создать платежную и депозитарную инфраструктуру для иностранных инвесторов:

- Создание депозитарных мостов, с целью предоставления возможности иностранным инвесторам зайти через своих брокеров на российский рынок акций;

- Создание механизма конверсии иностранной валюты или клиринга международных расчетов вне системы SWIFT и без риска утечки данных в недружественные юрисдикции (мультивалютные платформы ЦВЦБ, криптовалютные платформы, прямые расчеты между центральными банками по согласованному курсу);

- Разработка и развитие использования инструментов, опосредующих участие иностранных инвесторов на рынке акций (например, через гибридные цифровые права и анонимные фонды инвестиций).

- Всячески налаживать связи с дружественными странами (БРИКС), упрощая доступ на российский рынок капитала, говоря с иностранным инвестором на его языке (будь то регулятор или конечный инвестор):

- Проведение конференций в целевых странах под лозунгом Invest in Russia;

- Создание многоязычных информационных ресурсов, транслируя информацию и показатели о российских активах, экономики и т.п. (все что важно для принятия инвестиционных решений) на национальных языках в форматах, адаптированных для восприятия иностранными клиентами;

- Разработка и внедрение экспериментальных правовых режимов;

- Стимулирование открытия филиалов банков и инвестиционных компаний;

- Введение налоговых льгот при долгосрочном владении (по аналогии с резидентами).

- Восстановить доверие иностранных инвесторов к российскому рынку капитала через дополнительные гарантии со стороны государства, меры по повышению защиты иностранных инвесторов, усилению прозрачности и корпоративного управления эмитентов:

- Большой охват двусторонними инвестиционными соглашениями: заключение соглашений с дружественными странами для защиты инвестиций и устранения двойного налогообложения может укрепить доверие иностранных инвесторов;

- Дополнительные гарантии со стороны государства в адрес инвесторов дружественных стран в части неприменения ограничительных мер по взаиморасчетам и выводу прибыли от инвестиций;

- Включение в советы директоров российских эмитентов представителей инвестиционных фондов дружественных стран.

Рекомендации в части стимулирования предложения на рынке акций

1. Необходимо стимулировать выход на рынок акций (IPO) как крупных компаний, так и МСП, создавая гибкие и прозрачные механизмы регулирования, при этом обеспечивая эффективный механизм селектирования предложения с фокусом на стратегические цели страны и потенциал устойчивого роста компаний («целевой эмитент»). Одним из инструментов стимулирования видится налоговый арбитраж между публичными и непубличными компаниями:

- Введение налоговых стимулов для непубличных компаний, которые превысили пороговые значения по выручке, но не вышли на IPO, например, повышенная ставка по налогу на прибыль и/или по налогу на дивиденды;

- Отмена стимулирования всех форм долгового финансирования;

- Налоговые поощрения (каникулы) для эмитентов с первичным размещением и особенно для тех, кто соответствует профилю «целевого эмитента». Также можно рассмотреть внедрение механизма налоговой амнистии для стимулирования выхода на рынок акций;

- Установление повышающего коэффициента при расчете налоговой базы эмитента по расходам, связанным с первичным размещением и листингом.

2. Необходимо продолжить повышение уровня корпоративного управления и эффективности бизнеса существующих эмитентов, особенно с фокусом на компании с государственным контролем, что позволит повысить привлекательность и увеличить рыночную капитализацию компаний. Одним из инструментов стимулирования видится внедрение долгосрочной системы мотивации (LTIP) в привязке к целям по увеличению общей акционерной стоимости (TSR) и как результат капитализации компаний.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данное исследование представляет тренды, драйверы и сценарии развития рынка акций в России в современных экономических условиях на горизонте до 2030 года, опираясь на методы эконометрического моделирования, системный подход, методы статистического и сравнительного анализа, социологические методы. В результате исследования были решены следующие задачи:

Созданы авторегрессионные модели, которые позволяют объяснять уровень капитализации рынка акций через ряд макроэкономических переменных, выявленных в результате аналитического исследования долгосрочных факторов роста рынка акций, а также переменную неблагоприятных событий.

Разработана методика опроса физических лиц с целью выявления мотиваторов и барьеров к инвестированию. С помощью методики собрана панель из 11 тыс анкет, позволяющая эффективно оценивать поведение разных групп розничных инвесторов.

Разработана и применена методика опроса компаний-эмитентов и потенциальных эмитентов (кроме гос компаний) с целью выявления барьеров и мотиваторов к выходу на рынок и увеличению доли акций в свободном обращении, а также проверена гипотеза о значимости влияния программ долгосрочной мотивации персонала в форме выпускаемых компаниями акций на развитие рынка акций.

Собрана и структурирована информация о релевантных зарубежных практиках рынка акций.

Результаты работы позволяют сформировать полную структурированную картину о развитии рынка акций в России с 2015 по середину 2024 года, обоснованно определить долгосрочные сценарии его развития и оценить их в метриках, опираясь на эконометрические модели, исследованное поведение розничных инвесторов (потенциальных инвесторов) и ожидания компаний-эмитентов (потенциальных эмитентов).

Также в результате исследования был сформирован набор рекомендаций для регулирования и обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария, с учетом мнения ведущих экспертов и передовых практик зарубежных рынков.

Основные выводы, которые были сделаны в результате всех этапов проведенного исследования, следующие:

Рынок капитала должен играть ключевую роль в трансформации экономики и быть сонастроенным с таксономией технологического суверенитета страны, выступая эффективным посредником между инвесторами и экономикой будущего.

При этом также важно выстроить эко систему рынка капитала, которая поддержит быстрорастущий технологичный инновационный бизнес и культуру инвестирования в

высокие технологии. Должны появиться в стране цели по возвращению «единорогов», которые и являются олицетворением нового уклада.

Необходимо создать среду, где компании сектора МСП хотят и могут выходить на рынок IPO, а инвестор при этом защищен.

Требуется большая согласованность между регуляторами и инфраструктурой рынка, чтобы решить историческую проблематику, которая после 2022 года обострилась, в части недооцененности компаний (P/E), являющейся основным барьером для выхода частных компаний на рынок, и высокой дивидендной доходности, к которой «привык» инвестор.

При этом в большей степени рынок вынужден ориентироваться на внутренний спрос, который в течение продолжительного времени, останется основным источником роста, несмотря на большое количество идей по привлечению дружественных иностранных инвесторов.

Поддержание баланса между спросом и предложением является еще одним вызовом. На передний план должны выйти локальные институционалы (НПФ и страховые компании) и крупные частные инвесторы (family offices), которые смогут предоставить длинное финансирование для крупного бизнеса, а также выступить якорным инвестором в рамках IPO, создавая правильный баланс для стабилизации цены акций.

Критическим моментом является поддержание доверия частного инвестора к рынку капитала, инфраструктура рынка должна обеспечивать качественное предложение и нулевую толерантность к любым формам манипуляций. Нужно создать условия, чтобы сбережения в большей степени направлялись в экономику через рынок капитала, особенно это насущно в переходный для ДКП период, чтобы предотвратить нежелательный переток сверхнакоплений в потребление. При этом своевременный и правильно настроенный фискальный инструмент может выступить должным катализатором, не становясь постоянной мотивацией инвестирования.

Поскольку новый инвестор значительно ориентируется при инвестировании на мнение блогеров и информацию в социальных сетях, разумным кажется обратиться к практикам развивающихся рынков Индии и Китая, которые обеспечивают должный профессиональный уровень таких источников. Ключевым остаётся продолжать повышать грамотность и направлять розничного инвестора в коллективные формы инвестиций.

При этом, мы видим возможность и насущность перенимать и другие релевантные практики на таких быстро растущих дружественных нам рынках как Китай, Индия.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Индекс МосБиржи и Индекс РТС – URL: <https://www.moex.com/ru/index/IMOEX/about>

2. Как работает биржевой индекс и зачем инвестору за ним следить – URL:
<https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=11003767>
3. СБЕР, Биржевые индексы Мосбиржи: какие данные стоит отслеживать бизнесу – URL:
<https://sbercib.ru/publication/birzhevye-indeksy-mosbirzhi>
4. Т.Н. Полякова Российский рынок акций в 2015-2020 гг.: волатильность и рыночная доходность – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskiy-rynok-aktsiy-v-2015-2020-gg-volatilnost-i-rynochnaya-dohodnost/viewer>
5. РБК, «Индекс страха» зашкаливал в январе: что он значит и стоит ли его бояться – URL:
<https://www.rbc.ru/quote/news/article/61fd57d69a79478ac86c9244>
6. РБК, Как российский рынок акций пережил год рекордов по «индексу страха» - URL:
<https://www.rbc.ru/finances/03/01/2023/63a99e2f9a79476231ba6ee1>
7. Major World Market Indices – URL: <https://www.investing.com/indices/major-indices>
8. Global Indices – URL: <https://www.investing.com/indices/global-indices>
9. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов – URL: https://www.cbr.ru/about_br/publ/ondkp/
10. Рыночная капитализация – URL:
<https://www.moex.com/s26?ysclid=m2htzjcch2750262353>
11. Федеральная служба государственной статистики – URL: <https://rosstat.gov.ru/statistics/>
12. World Bank Open Data – URL: <https://data.worldbank.org/>
13. Ключевая ставка Банка России и инфляция – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/infl/
14. Ключевая ставка Банка России – URL: https://www.cbr.ru/hd_base/KeyRate/
15. Credit Rating – URL: <https://tradingeconomics.com/country-list/rating>
16. А. Абрамов, А. Радыгин Российский рынок акций в 2015 г.: доходность, ликвидность и драйверы изменений – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/rossiyskiy-rynok-aktsiy-v-2015-g-dohodnost-likvidnost-i-drayvery-izmeneniy/viewer>
17. РИА новости, Рынок акций России в 2015 году вырос на 26% по индексу ММББ – URL:
<https://ria.ru/20151230/1351848224.html>
18. СИА, Итоги-2015 на фондовом рынке: жизнь во время рецессии – URL:
https://sia.ru/?section=484&action=show_news&id=316708
19. РБК, ООН оценила масштаб падения иностранных инвестиций в Россию – URL:
<https://www.rbc.ru/finances/30/01/2015/54cb66719a7947da938b8b22>
20. Интерфакс, Итоги 2015: Россия на рынках капитала - из реанимации в обычную палату – URL: <https://www.interfax.ru/business/487569>
21. Проектно-учебная лаборатория анализа финансовых рынков НИУ ВШЭ Монитор финансового рынка – URL:

<https://fmlab.hse.ru/data/2016/04/11/1126842380/%D0%9C%D0%90%D0%A0%D0%A2%202016%20%D0%9E%D0%A2%D0%A7%D0%95%D0%A2%20%D0%9B%D0%90%D0%A4%D0%A0%20%D0%BF%D0%BE%20%D1%84%D0%B8%D0%BD%20%D1%80%D1%8B%D0%BD%D0%BA%D0%B0%D0%BC.pdf>

22. РБК, Александр Лосев, Чего ждать от российского фондового рынка в 2016 году – URL: <https://www.rbc.ru/opinions/finances/29/12/2015/56810e7f9a79471a21c80b67>
23. Интерфакс, Итоги 2016 года: Русский триллер на рынках капитала – URL: <https://www.interfax.ru/business/543458>
24. Статус медиа, Фондовые рынки 2016: итоги и перспективы – URL: <https://status-media.com/lyudy/eksperty/fondovye-rynki-2016-itogi-i-perspektivy/>
25. Финмаркет, Гонконг удержал первенство на рынке IPO в мире в 2016 г. – URL: <http://www.finmarket.ru/database/news/4446705>
26. Forbes, Лучшие акции 2017 года: Boeing, PayPal, Vertex Pharmaceuticals – URL: <https://www.forbes.ru/biznes/355033-luchshie-akcii-2017-goda-boeing-paypal-vertex-pharmaceuticals>
27. РБК, Фондовые перспективы: какие акции будут наиболее интересными в 2018 году – URL: <https://www.rbc.ru/finances/08/01/2018/5a5340f19a7947ff1df124c9>
28. РБК, Плюс 91% за год. Названы 10 самых выгодных инвестиций 2018 года – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/5ba526e69a79476e51ae63b4>
29. Forbes, С надеждой на лучшее. Что ожидает российский фондовый рынок в 2018 году – URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/355263-s-nadezhdoy-na-luchshee-cto-ozhidaet-rossiyskiy-fondovyy-rynok-v-2018>
30. РБК, Итоги дивидендного сезона: самые щедрые выплаты за 2019 год – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/5ed0ec129a7947572d6933e4>
31. РБК, Российский рынок акций обеспечил инвесторам самый высокий доход в мире. Почему фондовый рынок в России растет быстрее, чем в других странах – URL: <https://www.rbc.ru/finances/13/11/2019/5dc96d8f9a794765b9be22ec>
32. ТАСС, Российский фондовый рынок превзошел все ожидания в 2019 году. Что дальше? – URL: <https://tass.ru/opinions/7528883>
33. РБК, Индексы США пережили сильнейшее падение с января 2019 года – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/5cda4db39a794766547f938a>
34. Интерфакс, Рост российских индексов в 2019 г. превзошел показатели ведущих мировых фондовых индикаторов – URL: <https://www.interfax.ru/business/689899>
35. РБК, 5 рыночных событий 2020 года, в которые год назад никто бы не поверил – URL: <https://www.rbc.ru/quote/card/5fe0b7d19a79479c835b6480>

36. Forbes, Короли пандемии: какие акции росли быстрее всего в 2020 году и чего ждать от рынка – URL: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/417187-koroli-pandemii-kakie-akcii-rosli-bystree-vsego-v-2020-godu-i-chto-zhdat>
37. Интерфакс, Обвал рынка акций РФ стал рекордным с марта-апреля 2020 года – URL: <https://www.interfax.ru/russia/816140>
38. Интерфакс, Падение рынка акций РФ стало рекордным с апреля 2020 года – URL: <https://www.interfax.ru/business/804388>
39. РБК, 20 самых подешевевших российских акций 2020 года. Рейтинг РБК – URL: <https://www.rbc.ru/quote/card/600adc0e9a794781da08653b>
40. Газпромбанк, Статистика IPO 2020: как компании выходили на биржу – URL: <https://gazprombank.investments/blog/market/top-ipo/>
41. РБК, Какие российские компании заплатят самые большие дивиденды в 2021 году – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/60bdea919a7947fb6a62ee57>
42. Абрамов А.Е., Косырев А.Г., Радыгин А.Д., Чернова М.И. Российский рынок акций в 2021 году и начале 2022 года
43. РБК, 10 худших российских акций 2021. Рейтинг «РБК Инвестиций» - URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/61ded5da9a794732376bbd51>
44. Московская Биржа, Объем торгов на Московской бирже в 2021 году превысил 1 квадриллион рублей – URL: <https://www.moex.com/n39381>
45. Московская Биржа, Результаты работы рынков – URL: <https://report2021.moex.com/ru/2/1/index.html>
46. Интерфакс, Российский рынок акций к концу года растерял половину роста – URL: <https://www.interfax.ru/business/813531>
47. Forbes, Bloomberg назвал падение российских акций в 2022 году худшим в мире – URL: <https://www.forbes.ru/investicii/482672-bloomberg-nazval-padenie-rossijskih-akcij-v-2022-godu-hudsim-v-mire>
48. РБК, Топ-5 взлетов и падений российского рынка акций в 2022 году – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/63ad91649a7947240bc62535>
49. Известия, На круги своя: российские акции отыграли падение 2022 года – URL: <https://iz.ru/1544413/dmitrii-migunov/na-krugi-svoia-rossiiskie-aktcii-otygrali-padenie-2022-goda>
50. Банки.ру, Пять главных событий, повлиявших на российский фондовый рынок в 2022 году – URL: <https://www.banki.ru/news/daytheme/?id=10977231>
51. Московская Биржа, Московская биржа подвела итоги торгов в 2022 году – URL: <https://www.moex.com/n53917>

52. РБК, Чем инвесторам запомнился 2023 год: 6 главных событий российского рынка – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/658afacd9a794760d1a22501>
53. РБК, «Уникальный момент трансформации». Чем вызван бум IPO и продолжится ли он – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6571b23c9a79479000d6da57>
54. Альфабанк, Российский рынок акций: итоги 2023 года – URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/rossiiskii-rinok-aktsii-itogi-2023-goda/>
55. РБК, Российский рынок акций по итогам 2023 года вырос на 44% - URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/658d7b669a7947307cd2d347>
56. ТБанк, Какие акции в 2023 году показали худшую доходность на российском фондовом рынке – URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/top-losers-2023/>
57. <https://www.rbc.ru/quote/news/article/653110429a7947e0a1a40380>
58. <https://iz.ru/1568996/evgenii-grachev-mariia-stroiteleva/ostrovnoi-upor-za-polgoda-v-rossiiskie-ofshory-pereekhalo-87-kompanii>
59. <https://www.rbc.ru/quote/news/article/6532279d9a7947a2d2e69715>
60. <https://www.rbc.ru/quote/news/article/65152fb09a794735be5fb598>
61. РБК, Около 50% — столько можно было потерять на худшей акции 3-го квартала – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/66fe494a9a7947b3693ae920>
62. Альфабанк, Затяжное падение. Такого не было более 10 лет – URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/zatyazhnoe-padenie-takogo-ne-bylo-bolee-10-let/>
63. Альфабанк, Рынок акций падает уже четыре месяца, а у меня в портфеле только эти активы. Что делать – URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/rynok-aktsiy-padaet-uzhe-chetyre-mesyatsa-a-u-menya-v-portfele-tolko-eti-aktivy-chto-delat/>
64. РБК, В SberCIB спрогнозировали рост индекса Мосбиржи в ближайшие 4 года – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/646b35649a7947214040d034>
65. РБК, Курс на ужесточение: что будет с индексом Мосбиржи до нового года и после – URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/671f95669a79476222c71ee0>
66. РБК, Топ 10 лучших российских акций в 2024 году – URL: <https://pro.rbc.ru/demo/670654cf9a794741f2c58753>
67. Альфабанк, Стратегия на IV квартал 2024. Рынок акций – URL: <https://alfabank.ru/make-money/investments/learn/t/strategiya-na-iv-kvartal-2024-rynok-aktsiy/>
68. Чухарев А.В., Фондовые рынки подсанционных экономик: возможен ли «иранский сценарий» в России?
69. Постановление Правительства РФ: «Об утверждении приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и проектов структурной адаптации

<http://static.government.ru/media/files/8JsiO5kSIJA1g5IHhGd5qiQVACelECn.pdf>

70. Коммерсант, IPO жмет на тормоз – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/3990012>
71. Ведомости, Как прошло крупнейшее за пять лет IPO российской компании – URL: <https://www.vedomosti.ru/business/articles/2017/11/07/740669-krupneishie-ipo?ysclid=m3oditj0u4721777348>
72. Ведомости, 10 крупнейших IPO и SPO российских компаний в 2017 году – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/galleries/2017/11/03/740526-10-ipo-spo>
73. БКС Экспресс, IPO и SPO российских компаний в 2017 году – URL: <https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/ipo-i-spo-rossiiskikh-kompanii-v-2017-godu>
74. InvsetFunds, IPO и SPO российских эмитентов в 2017 году: статистика, рейтинг организаторов – URL: <https://investfunds.ru/news/43751/>
75. РБК Инвестиции, Крупнейшие IPO года и другая статистика размещения акций в 2019-м – URL: <https://quote.ru/news/article/5e099ca69a79477781bd9e7f>
76. Ведомости, Самые успешные и провальные IPO в 2020–2021 годах – URL: <https://www.vedomosti.ru/finance/articles/2021/12/28/902901-uspeshnie-provalnie-ipo>
77. РБК, Мировой рынок IPO в год пандемии. Обзор «РБК Инвестиций» - URL: <https://www.rbc.ru/quote/news/article/603931979a794790aca96263>
78. Коммерсант, Мировой рынок IPO выходит из застоя – URL: <https://www.kommersant.ru/doc/6616392>
79. СИА, Мировой рынок IPO выходит из застоя – URL: https://sia.ru/?section=484&action=show_news&id=462146
80. Ведомости, Рынок IPO путешествие к рекордам и обратно – URL: <https://www.vedomosti.ru/kapital/trends/articles/2024/08/07/1054319-rinok-ipo-rekordam>
81. InvestFunds, ОТ FERRARI ДО ФАСТФУДА: 10 САМЫХ ГРОМКИХ IPO 2015 ГОДА – URL: <https://investfunds.ru/news/12007/>
82. Интерфакс, Итоги 2017: Число IPO в мире выросло до максимума с финансового кризиса – URL: <https://www.interfax.ru/business/593834>
83. EY Global IPO trends: 2015 Q4
84. EY Global IPO trends: 2016 Q4 <https://mb.cision.com/Public/1179/2150693/91a401ff5e5a27be.pdf>
85. EY Global IPO trends: 2017 Q4 https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/assurance/assurance-pdfs/ey-global-ipo-trends-q4-2017.pdf
86. EY Global IPO trends: 2018 Q4 – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-global-IPO-trends-Q4-2018.pdf

87. EY Global IPO trends: 2019 Q4 – URL: https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/growth/ey-global-ipo-trends-q4-2019.pdf
88. EY Global IPO trends: 2020 Q4
89. EY Global IPO trends: 2021 Q4
90. EY Global IPO trends: 2022 Q4
91. EY Global IPO trends: 2023 Q4
92. https://www.ey.com/en_sg/newsroom/2024/01/multiple-crosswinds-superseded-global-ipos-despite-market-rally-in-2023
93. EY Global IPO trends: Q2 2024
94. НРА, Аналитический обзор «Дивидендные выплаты российских компаний за 2013-2018 гг.» – URL: https://www.ranational.ru/sites/default/files/analytic_article/%D0%90%D0%BD%D0%B0%D0%BB%D0%B8%D1%82%D0%B8%D1%87%D0%B5%D1%81%D0%BA%D0%B8%D0%B9%20%D0%BE%D0%B1%D0%B7%D0%BE%D1%80%20%C2%AB%D0%94%D0%B8%D0%B2%D0%B8%D0%B4%D0%B5%D0%BD%D0%B4%D0%BD%D1%8B%D0%B5%20%D0%B2%D1%8B%D0%BF%D0%BB%D0%B0%D1%82%D1%8B%20%D1%80%D0%BE%D1%81%D1%81%D0%B8%D0%B9%D1%81%D0%BA%D0%B8%D1%85%20%D0%BA%D0%BE%D0%BC%D0%BF%D0%B0%D0%BD%D0%B8%D0%B9%20%D0%B7%D0%B0%202013-2018%20%D0%B3%D0%B3.%C2%BB.pdf
95. Ведомости, Аналитики оценили дивидендную доходность российских акций – URL: <https://www.vedomosti.ru/investments/articles/2023/09/25/996842-analitiki-otsenili-dividendnuyu-dohodnost-rossiiskih-aktsii>
96. Газпромбанк, Дивидендные акции 2024: какие ценные бумаги купить – URL: <https://gazprombank.investments/blog/dividends/rus-companies-2024/>
97. Абрамов А.Е., Беляков Ю.А., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Особенности и риски дивидендной политики российских акционерных обществ – URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-i-riski-dividendnoy-politiki-rossiyskih-aktsionnyh-obschestv/viewer>
98. Абрамов А.Е., Беляков Ю.А., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Особенности и риски дивидендной политики компаний стран БРИКС
99. Правительство расширило число приоритетных направлений проектов технологического суверенитета и структурной адаптации экономики России – URL: <http://government.ru/news/53267/>
100. All Countries and Territories – URL: <https://disfold.com/countries/>
101. Nasdaq – URL: <https://www.nasdaq.com/marketsite>

102. NYSE – URL: <https://www.nyse.com/>
103. Frankfurt Stock Exchange – URL: <https://www.boerse-frankfurt.de/equities>
104. Japan Exchange Group: <https://www.jpx.co.jp/english/>
105. Korea Stock Exchange – URL: <https://global.krx.co.kr/main/main.jsp>
106. Shanghai Stock Exchange – URL: <https://english.sse.com.cn/>
107. Shenzhen Stock Exchange – URL: <https://www.szse.cn/English/>
108. Chinese Stock Exchanges Compared: Shanghai / Shenzhen / Beijing / HK – URL: <https://expatinvestchina.com/chinese-stock-exchanges-compared/>
109. BSE – URL: <https://www.bseindia.com/>
110. National Stock Exchange of India – URL: <https://www.nseindia.com/>
111. B3 Stock Exchange – URL: https://www.b3.com.br/en_us/
112. Indonesia Stock Exchange – URL: <https://www.idx.co.id/en>
113. Istanbul Stock Exchange – URL: <https://www.borsaistanbul.com/en/>
114. Листинг ценных бумаг – URL: <https://www.moex.com/s19>
115. Чистая Прибыль российских компаний за 10 лет – URL: https://smart-lab.ru/q/shares_fundamental4/
116. Показатель сбережений сектора «Домашние хозяйства» - URL: https://www.cbr.ru/statistics/macro_itm/households/
117. Household financial assets – URL: <https://www.oecd.org/en/data/indicators/household-financial-assets.html>
118. How Strong is China’s Household Balance Sheet? – URL: <https://www.seafarerfunds.com/prevailing-winds/chinas-household-balance-sheet/>
119. Обзор ключевых показателей брокеров за 2 квартал 2024 года. Центральный Банк РФ. – URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/50587/review_broker_Q2_2024.pdf
120. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов. Chen N.-F., Roll R., Ross S.A. Economic forces and the stock market. The Journal of Business. 1986;59(3):383-403. DOI: 10.1086/296344
121. Abramov A. E., Radygin A.N., Chernova M. I. Stock market capitalization: long-term trends and development factors. Economic policy. 2021;16(6):39–69. DOI: 10.18288/1994-5124-2021-6-34-69
122. Garcia V.F., Liu L. Macroeconomic determinants of stock market development. Journal of Applied Economics. 1999;2(1):29-59.

123. Phuong Quynh, Tuong Vi, Kim Truc. Impact of Macro Factors on Stock Market Capitalization. *VNU Journal of Economics and Business*. 2023;3(2):60-68. DOI: 10.57110/vnujeb.v2i6.155
124. Mukherjee T.K., Naka A. Dynamic relations between macroeconomic variables and the Japanese stock market: an application of a vector error correction model. *Journal of Financial Research*. 1995;18(2):223-237.
125. Ben Naceur S., Ghazouani S. and Omran M. The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African region. *Managerial Finance*. 2007;33(7):477-489. DOI: 10.1108/03074350710753753
126. Humpe A., Macmillan P. Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Applied Financial Economics*. 2009;19(2):111-119. DOI: 10.1080/09603100701748956
127. Abed R. El. Exploring the nexus between macroeconomic variables and stock market returns in Germany: an ARDL Co-integration approach. *Theoretical and Applied Economics*. 2019: XXVI(2):139–148.
128. Olowe R. A. The Relationship Between Stock Prices and Macroeconomic Factors in the Nigerian Stock Market. *African Review of Money, Finance and Banking*. 2007:79–98.
129. Gupta N., Kumar A. Macroeconomic variables and market expectations: Indian Stock Market. *Theoretical and Applied Economics*. 2020: XXVII(3):161–178.
130. Wongbangpo P., Sharma S.C. Stock market and macroeconomic fundamental dynamic interactions: ASEAN-5 countries. *Journal of Asian Economics*. 2002;13(1):27-51. DOI: 10.1016/S1049-0078(01)00111-7
131. Shu H.-C., Hung M.-W. Effect of wind on stock market returns: evidence from European markets. *Applied Financial Economics*. 2009;19(11):893–904. DOI: 10.1080/09603100802243766
132. Lu J., Chou R.K. Does the weather have impacts on returns and trading activities in order-driven stock markets? Evidence from China. *Journal of Empirical Finance*. 2012;19(1):79-93. DOI: 10.1016/J.JEMPFIN.2011.10.001
133. Прогноз социально-экономического развития Российской Федерации на 2025 год и на плановый период 2026 и 2027 годов | Министерство экономического развития Российской Федерации
134. Основные направления единой государственной денежно-кредитной политики на 2025 год и период 2026 и 2027 годов Банка России

135. Lai Cao Mai Phuong, Tran Thi Quynh, Ho Le Tuong Vi, Dinh Thi Kim Truc, “Impact of Macro Factors on Stock Market Capitalization”, VNU Journal of Economics and Business, 2023, Vol. 3, No. 2, pp 60-68
 136. Совкомбанк, Что такое SPAC (СПАК): выходим на биржу – URL: <https://journal.sovcombank.ru/investitsii/chtotakoe-spac-spak-vihodim-na-birzhu>
 137. Газпромбанк, Что такое SPAC IPO – URL: <https://gazprombank.investments/blog/market/spac-ipo/>
 138. Kroll, Special Purpose Acquisition Companies H1 2023 Highlights – URL: https://www.kroll.com/-/media/kroll-images/pdfs/m-and-a/special-purpose-acquisition-companies-h1-2023-highlights.pdf?t&utm_source=perplexity
 139. Startups magazine, What’s best to go public in 2024: IPO, direct listing or SPAC – URL: <https://startupsmagazine.co.uk/article-whats-best-go-public-2024-ipo-direct-listing-or-sp>
 140. S&P Global, Japan IPO activity to gain momentum in 2024 on rebounding stock market – URL: <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/latest-news-headlines/japan-ipo-activity-to-gain-momentum-in-2024-on-rebounding-stock-market-80585793>
 141. Nihonium, Path to Innovation: Japan’s Startup Development Five-year Plan – URL: <https://nihonium.io/path-to-innovation-japans-startup-development-five-year-plan/>
- Практика Индии, IPO
142. Business standard, Sebi looks to boost capital raising, plans to streamline IPO filing – URL: https://www.business-standard.com/markets/news/sebi-plans-measures-to-boost-capital-raise-streamline-ipo-filings-124080201477_1.html
 143. Business today, India's IPO boom: Tech giants and start-ups gear up for a profitable future in booming capital markets – URL: <https://www.besnesstoday.in/opinion/columns/story/indias-ipo-boom-tech-giants-and-start-ups-gear-up-for-a-profitable-future-in-booming-capital-markets-451019-2024-10-22>
 144. Invest India, The Indian Unicorn Landscape – URL: <https://www.investindia.gov.in/indian-unicorn-landscape>
 145. GLI, Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024 – India – URL: <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/india/>
 146. CNN business, China wants to be less reliant on the United States. That’s a tall order – URL: <https://edition.cnn.com/2020/10/30/economy/china-economy-five-year-plan-intl-hnk/index.html>

147. China Briefing, China Fully Implements New IPO Rules – Understanding the Registration-Based Mechanism for Public Listings (Updated) – URL: <https://www.china-briefing.com/news/chinas-ipo-reforms-registration-based-mechanism/>
148. Fa Chen & Lijun Zhao, The comprehensive implementation of the registration-based system of IPO regulation in China: practice, progress, problems and prospects – URL: <https://openaccess.city.ac.uk/id/eprint/30439/10/The%20comprehensive%20implementation%20of%20the%20registration%20based%20system%20of%20IPO%20regulation%20in%20China%20practice%20progress%20problems%20and%20prospects.pdf>
149. GLI, Initial Public Offerings Laws and Regulations 2024 – China – URL: <https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/initial-public-offerings-laws-and-regulations/china/>
150. EY, How does Shangha’s Star market support innovation enterprises IPO – URL: https://www.ey.com/en_cn/insights/china-opportunities/how-does-shanghai-s-star-market-support-innovation-enterprise-s-ipos
151. CSRC, CSRC’s Annual Work Conference Sets Priorities for 2022 – URL: http://www.csrc.gov.cn/csrc_en/c102030/c1805625/content.shtml
152. China daily, CSRC: Capital market to spur development – URL: <https://www.chinadailyhk.com/hk/article/342896#CSRC:-Capital-market-to-spur-development-2023-07-27>
153. China daily, CSRC sets capital market reform priorities for 2023 – URL: <https://www.chinadailyhk.com/hk/article/313170#CSRC-sets-capital-market-reform-priorities-for-2023-2023-02-02>
154. SSE, China Securities Journal | With the Comprehensive Registration System Implemented for Half a Year, the A-Share Ecosystem Keeps Improving – URL: <http://english.sse.com.cn/news/newsrelease/voice/c/5727535.shtml>
155. Asia financial, China Ups IPO Rules to Protect Investors With ‘Teeth And Horns’ – URL: <https://www.asiafinancial.com/china-ups-ipo-rules-to-protect-investors-with-teeth-and-horns>
156. Futubull, China’s capital market ushered in the third “National Nine Rules” – URL: https://news.futunn.com/en/post/40757682/china-s-capital-market-ushered-in-the-third-national-nine?level=1&data_ticket=1733128317523846
157. France 24, Chinese investors show irrational enthusiasm for Trump ‘meme stock’ – URL: <https://www.france24.com/en/asia-pacific/20241102-chinese-investors-show-irrational-enthusiasm-trump-meme-stock-usa-china>

158. K&S, From the Chat Room to the Board Room – Knowing Your Meme Stock – URL: https://www.kslaw.com/attachments/000/008/585/original/From_the_Chat_Room_to_the_Board_Room_%E2%80%93_Knowing_Your_Meme_Stock.pdf
159. The regulatory review, Regulatory Lessons From the Meme Economy – URL: <https://www.theregreview.org/2021/12/22/catalano-regulatory-lessons-meme-economy/>
160. Finance magnates The Rise of Meme Stocks: What Investors Need to Know – URL: <https://www.financemagnates.com/forex/the-rise-of-meme-stocks-what-investors-need-to-know/>
161. Investopedia, Is Investing in Meme Stocks a Good Idea? – URL: <https://www.investopedia.com/investing-in-meme-stocks-8663954>
162. Fintech magazine, A New Approach to Mitigate Risks from Meme Stocks – URL: <https://fintechmagazine.com/crypto/a-new-approach-to-mitigate-risks-from-meme-stocks>
163. Business standard, Sebi tells investment advisors to share social media details twice a year – URL: https://www.business-standard.com/finance/personal-finance/sebi-mandates-investment-advisors-to-share-social-media-details-twice-a-yr-124051000570_1.html
164. Storyboard 18, SEBI regulates policy around social media influencers in India – URL: <https://www.storyboard18.com/digital/sebi-regulates-policy-around-social-media-influencers-in-india-40990.html>
165. IRCCL, Pump and Dump: How social media Enables Manipulation of India's Stock Market – URL: <https://www.irccl.in/post/pump-and-dump-how-social-media-enables-manipulation-of-india-s-stock-market>

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Анализ рынка акций - США

В Соединённых Штатах Америки функционируют две ключевые фондовые биржи: New York Stock Exchange (NYSE) и National Association of Securities Dealers Automated Quotation System (NASDAQ). Эти биржи занимают лидирующие позиции по рыночной капитализации не только в США, но и в мире, с капитализацией NYSE на уровне 28 трлн долл. и NASDAQ — 25 трлн долл.

В 2023 году совокупная рыночная капитализация фондового рынка США составила 186% от ВВП, что свидетельствует о значительном влиянии на экономику страны. Структура капитала США показывает, что рынок акций занимает около 50%, рынок долговых ценных бумаг — 37%, а корпоративные кредиты составляют лишь 14%. Это демонстрирует важную роль фондового рынка в обеспечении эффективного доступа к капиталу и поддержке экономического роста.

По состоянию на 2023 год структура инвесторов на американских биржах по объёму торгов выглядела следующим образом: институциональные инвесторы доминировали с долей 70-75%, на розничных инвесторов приходилось 20-25%, а на иностранных инвесторов — 10-15%. 10 крупнейших компаний, торгующихся на фондовых рынках США, составляют около трети общей рыночной капитализации страны. Секторы с наибольшей капитализацией включают технологический сектор (30,7%), потребительский сектор (15,8%), финансовый сектор (13,2%) и фармацевтический сектор (11,3%).

Число розничных инвесторов в США в 2023 году составила около 100 миллионов, что эквивалентно 60% трудоспособного населения страны. Роль розничных инвесторов в экономике и финансовом секторе страны продолжает расти, несмотря на преобладание институциональных участников. С 2020 года ежедневные поступления средств розничных инвесторов на фондовый рынок выросли в 5-6 раз, с 200-600 млн долл. в день до 1-1.5 млрд долл. в день, этому способствовало активное развитие онлайн платформ для инвестирования.

Анализ рынка акций - Южная Корея

В Южной Корее функционирует единая фондовая биржа — Корейская биржа (Korea Exchange, KRX), которая была образована в 2005 году после слияния трех бирж: Korea Stock Exchange, KOSDAQ и Korea Futures Exchange. KRX входит в число 20 крупнейших фондовых бирж мира с совокупной рыночной капитализацией, превышающей 1,9 трлн долл. США. К ключевым секторам, представленным на Корейской бирже, относятся технологии, финансы, потребительские товары, здравоохранение и промышленность. Наиболее

значимые отрасли включают технологический сектор, автомобилестроение и финансовые услуги.

Соотношение рыночной капитализации фондового рынка Южной Кореи к ВВП страны составило 116% в 2023 году, что свидетельствует о важной роли биржи в экономическом росте страны. Корейская биржа предоставляет платформу для привлечения капитала и облегчает торговлю разнообразными финансовыми инструментами, способствуя повышению прозрачности и эффективности рынка.

По данным KRX за 2023 год, структура инвесторов в совокупном объеме торгов выглядела следующим образом: 68% — розничные инвесторы, 12% — институциональные инвесторы и 20% — иностранные инвесторы. Концентрация рыночной капитализации среди 10 крупнейших компаний составила 37% от общей капитализации биржи. Наибольший вклад в капитализацию вносят компании технологического сектора (66,3%), финансового сектора (8,1%) и сектора потребительских товаров (7,1%).

По состоянию на 2023 год насчитывалось 14 миллионов розничных инвесторов, что составляет 47% от трудоспособного населения страны. Инвестиционные стратегии розничных инвесторов в Корее в основном ориентированы на краткосрочные инвестиции. Доступ розничных инвесторов на биржу осуществляется через брокеров, что ограничивает прямой выход на рынок. Розничные инвесторы, как правило, предпочитают самостоятельно покупать акции, а не передавать активы в доверительное управление или паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Институциональные инвесторы представлены различными категориями: пенсионные фонды (42%), финансовые инвестиционные компании (33%), инвестиционные фонды (10%), фонды прямых инвестиций (10%) и страховые компании (3%).

Для привлечения иностранных инвесторов на местный рынок с декабря 2023 года была отменена действующая в течение 30 лет система регистрации иностранных инвесторов, согласно которой иностранцы должны были регистрироваться для торговли местными акциями, теперь иностранные инвесторы смогут приобретать акции и облигации Южной Кореи без предварительной регистрации.

Анализ рынка акций - Япония

В Японии действуют четыре фондовые биржи, среди которых крупнейшая — Токийская фондовая биржа (ТФБ). По рыночной капитализации она занимает четвертое место в мире, на её долю приходится более 80% всех биржевых операций страны. На ТФБ торгуется около 3 900 акций японских компаний, а её рыночная капитализация превышает 6 триллионов долл. США. Структура биржи включает четыре секции: Prime (для

крупнейших компаний), Standard (для средних и крупных компаний), Growth (для компаний среднего масштаба), и PRO (для малых компаний).

По данным ТФБ за 2023 год, структура инвесторов распределяется следующим образом: 22% — розничные инвесторы, 19% — институциональные инвесторы, 59% — иностранные инвесторы (из которых 99% составляют институциональные). Концентрация среди эмитентов невелика: 10 крупнейших компаний по рыночной капитализации составляют лишь 19% общей капитализации биржи. Наибольшую долю в общей капитализации занимают компании из потребительского сектора (23,3%), производства (22,2%) и технологий (14,9%).

Индекс Nikkei 225 в феврале 2024 года впервые превысил исторический максимум 1989 года, достигнув 40 472 пунктов, при этом отношение цены к прибыли (P/E) японского фондового рынка составляет около 23.

Проблема интернализации: Интернализация на японском фондовом рынке существует, но носит ограниченный характер. В 2023 году на ТФБ система PTS (proprietary trading system), схожая по принципу с интернализацией, занимала около 11% от общего объёма торгов.

К началу 2023 года на ТФБ насчитывалось около 74 миллионов розничных инвесторов, что составляет примерно 60% от общего населения Японии. Важно учитывать, что это число может включать неуникальные учетные записи. Доступ розничных инвесторов на биржу осуществляется через брокеров, без возможности прямого выхода. Японские розничные инвесторы склонны самостоятельно управлять своими инвестициями, однако среди них также присутствуют те, кто предпочитает доверительное управление активами или вложения в паевые инвестиционные фонды (ПИФы).

Инвестиционная культура в Японии характеризуется высокой склонностью населения к сбережениям и умеренному потреблению. В этих условиях спрос на инвестиционные инструменты превышает предложение, что создаёт благоприятные условия для инвестирования. Инвестиционные стратегии розничных инвесторов: Розничные инвесторы в Японии в основном ориентированы на краткосрочные инвестиции. Однако среди старшего поколения популярны долгосрочные стратегии, в частности, с использованием налоговых льгот по программе NISA (Nippon Individual Savings Account). Среди японских розничных инвесторов 40% занимают люди в возрасте старше 70 лет.

Среди институциональных инвесторов ТФБ выделяются следующие категории: финансовые институты (41%, из которых 84% — банки, 6% — страховые компании, 6% — трастовые банки), инвестиционные фонды (34%) и юридические лица (20%).

Анализ рынка акций - Китай

В Китае действуют три независимые фондовые биржи: Шанхайская, Шэньчжэньская и Гонконгская фондовые биржи. В отличие от Гонконгской биржи, Шанхайская и Шэньчжэньская фондовые биржи не полностью открыты для иностранных инвесторов из-за строгих ограничений на движение капитала, применяемых властями материкового Китая.

Шанхайская фондовая биржа (ШФБ) — это главная фондовая биржа, расположенная в материковом Китае. ШФБ занимает 3 место в мире по общей рыночной капитализации — которая оставляет около 6,5 трлн долл., 5 место по общему обороту и 1 место по привлеченному капиталу, что делает её одной из ведущих бирж в мире. Шэньчжэньская фондовая биржа занимает 6 место в мире по рыночной капитализации — которая составляет около 4 трлн долл. На китайских биржах торгуются акции более чем 11 тыс. компаний.

В 2019 году в рамках ШФБ была запущена пилотная система IPO и Совет по научно-техническим инновациям — SSE STAR Market, которая была ориентирована на поддержку научно-технических и инновационных компаний, укрепления многоуровневой системы рынка капитала, для повышения эффективности рынка капитала и поддержки реальной экономики. К концу 2022 года на SSE STAR Market было зарегистрировано 501 компания с рыночной капитализацией более 800 млрд долл.

За 2023 год, структура инвесторов в Китае в совокупном объеме торгов выглядела следующим образом: 70-80% — розничные инвесторы, 20-25% — институциональные инвесторы и 5-7% — иностранные инвесторы. Концентрация рыночной капитализации среди 10 крупнейших компаний составила 24% от общей капитализации страны. Крупнейшие секторы на фондовом рынке по капитализации это компании финансового сектора (20,5%), сектора потребительских товаров (20,1%), сектор топливо, сырье и энергии (18,6%) и производственный сектор (15,1%).

По состоянию на 2023 год в Китае было около 200 миллионов розничных инвесторов, что составляет 26% от трудоспособного населения страны. Доступ розничных инвесторов на биржу осуществляется через брокеров. Розничные инвесторы в Китае также склонны к краткосрочным инвестициям, что отражено в существенной доле в объеме торгов (70-80%), при этом доля владения акциями составила только 25%. Также в последние несколько лет среди розничных инвесторов распространилась практика инвестирования в небольшие быстрорастущие компании.

Институциональные инвесторы представлены следующими категориями: паевые инвестиционные фонды, страховые компании, банки несмотря на то, что в объеме торгов институциональные инвесторы занимают только 20-25%, они владеют около 70% акциями от общей рыночной капитализации.

Анализ рынка акций - Индия

В Индии функционируют две крупнейшие фондовые биржи: Бомбейская фондовая биржа (BSE) и Национальная фондовая биржа (NSE). По состоянию на конец 2023 года на BSE зарегистрировано около 5,3 тыс. компаний, а на NSE — около 2,2 тыс. Рыночная капитализация обеих бирж в 2024 году составила около 5 трлн долл., что эквивалентно 124% ВВП страны на конец 2023 года.

В структуре инвесторов Индии за 2023 год распределение торгов было следующим: розничные инвесторы — 43–45%, институциональные — 16–18%, иностранные — 30–33%. Концентрация капитализации среди 10 крупнейших компаний составила 21% от общей рыночной капитализации страны. Основные сектора: финансовый (35%), технологический (14%), энергетический и сырьевой (12%), потребительский (9%).

К 2023 году в Индии насчитывалось около 95 млн розничных инвесторов, что составляет лишь 16% трудоспособного населения. С 2020 года количество брокерских счетов (в Индии они называются “demat accounts”) увеличилось в 4 раза. Существенную роль в привлечении розничных инвесторов на фондовый рынок сыграли ПИФы, величина активов под управлением ПИФов с 2020 года по 2024 год увеличилась в 5 раз, составив более 700 млрд долл.

Институциональные инвесторы включают паевые инвестиционные фонды, страховые компании, пенсионные фонды и банки.

Анализ рынка акций - Бразилия

В Бразилии единая фондовая биржа — Бразильская фондовая биржа (Brazil Stock Exchange, B3), которая входит в число 20 крупнейших фондовых бирж мира с совокупной рыночной капитализацией, 0.8 трлн долл. США на 2024 год, количество публичных компаний, зарегистрированных на бирже, составило чуть более 350 компаний.

Соотношение рыночной капитализации фондового рынка Бразилии к ВВП страны составило 46% в 2023 году, при этом показатель оборачиваемости (объем торгов) акций/капитализацию акций на рынке составил 160%. Высокий уровень оборачиваемости акций может объясняться активным участием иностранных инвесторов в торгах.

За 2023 год, структура инвесторов в совокупном объеме торгов выглядела следующим образом: 20% — розничные инвесторы, 30% — институциональные инвесторы и 50% — иностранные инвесторы. Концентрация рыночной капитализации среди 10 крупнейших компаний составила 46% от общей капитализации биржи. Среди эмитентов фондового рынка наблюдается перекося в сторону сектора топлива, сырья и энергии, капитализация которого заняла 40% от общей, второе место занимает финансовый сектор с долей 28%, у потребительский сектора доля составила 12%, на четвертом месте производство с долей 10%.

По состоянию на 2023 год насчитывалось всего 5 миллионов розничных инвесторов, что составляет 5% от трудоспособного населения страны, среди рассматриваемых стран это наиболее низкий показатель. Половина розничных инвесторов — это поколение миллениалов в возрасте от 25 до 39 лет. Бразильская фондовая биржа поддерживает розничных инвесторов бесплатным онлайн обучением, и, также недавно был представлен бесплатный ИИ помощник в вопросах разъяснения сложных инвест продуктов, поиске брокера и пр., ИИ буде выступать в роли учителя для повышения финансовой грамотности людей, которые решились инвестировать. Доступ розничных инвесторов на биржу осуществляется через брокеров.

ПРИЛОЖЕНИЕ Б

1 Оценка поведения инвесторов-физических лиц при принятии ими инвестиционных решений

1.1. Методология исследования

В период с 1 октября по 11 ноября 2024 года проведен сплошной опрос россиян в возрасте от 18 лет из 83 регионов страны, хранящих сбережения на счетах в банках и/или брокерских счетах. Данная группа обладает потенциальной готовностью управлять своими финансами и инвестициями, а результаты опроса позволяют делать обобщения в целом для оценки инвестиционного потенциала населения Российской Федерации.

Метод сбора данных – онлайн-опрос (online surveys). Разослано было 977 679 клиентам, возврат анкет составил около 11 тыс. ответов, что составляет 1% конверсии.

По основаниям «пол» и «возраст» выборочная совокупность соответствует характеристикам генеральной совокупности. Представителями генеральной совокупности выступают пользователи услуг Московская Биржа, Росбанк, Альфа-Банк, МКБ.

Социально-демографические характеристики респондентов представлены в Приложении Б.1.

В рамках проекта выделено и изучено инвестиционное поведение 3 групп:

- 1) «Инвесторы» – имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.);
- 2) «Потенциальные инвесторы» – не имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, но планирующие инвестирование в акции;
- 3) «Не инвесторы» - не имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, не планирующие инвестирование в акции.

Группа «Инвесторы» изучена по ряду оснований:

- а) Инвесторы «биржевые», т.е. имеющие счёт у российского брокера и какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, в том числе акции;
- б) Инвесторы «одиночки», т.е. не имеющие счет у российского брокера, но имеющие какие-либо инструменты на российском фондовом рынке, в том числе акции;
- в) Инвесторы «новички», имеющие общий опыт инвестирования до 3 лет;
- г) Инвесторы «опытные», имеющие общий опыт инвестирования более 3 лет.

Исследованные характеристики:

- причины и мотивы инвестирования,
- самооценка компетентности в сфере инвестирования,
- объемы инвестиций в акции,
- препятствия для активного инвестирования в акции,

- максимальная комфортная цена за одну акцию,
- предпочтительный вид дохода с акций,
- влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров,
- активность на бирже,
- оценка эмитентов,
- оценка наиболее перспективных отраслей в экономике,
- ведение активов,
- общественные дискурсы в мире инвестиций,
- характеристика инвестиционного поведения акционеров,
- негативный опыт в инвестировании.

Группа «Потенциальных инвесторов» изучена с позиции следующих характеристик:

- мотивы инвестирования,
- самооценка компетентности в сфере инвестирования,
- объемы инвестиций в акции,
- максимальная комфортная цена за одну акции,
- предпочтительный вид дохода с акций,
- общественные дискурсы в мире инвестиций,
- характеристика инвестиционного поведения «потенциальных акционеров»,
- оценка наиболее перспективных отраслей в экономике.

По группе граждан «Не инвесторы» выявлены:

- барьеры и препятствия на пути инвестирования в акции,
- оценка наиболее перспективных отраслей в экономике,
- факторы, сдерживающие от инвестирования в фондовый рынок,
- характеристика инвестиционного поведения «не инвесторов».

Сравнение групп по характеристикам представлено в Приложении Б.2.

1.2. Характеристики инвесторов «биржевых» и «одинок»

Характеристика 1 – причины и мотивы инвестирования

Причины, по которым инвесторы начали вкладывать средства в инструменты на российском фондовом рынке, различаются в разрезе по наличию у них счёта российского брокера (рисунок 1).



Рисунок 1 - Причины начала инвестирования инвесторов в инструменты на российском фондовом рынке

Источник: составлено авторами

«Биржевые» инвесторы связывают это в первую очередь с появлением собственного интереса (66%), целью обеспечить комфортную жизнь за счёт заработка на бирже и сбережений (50%) и с увеличением дохода (33%). У инвесторов «одиночек» на первом месте также интерес (46%), на втором месте – увеличение дохода (37%) и на третьем месте – цель обеспечить комфортную жизнь (26%).

Каждого десятого подтолкнуло в мир инвестиций ближайшее окружение (10%).

Для абсолютного большинства инвесторов, как «биржевых», так и «одиночек», основной мотив инвестирования – получение источника пассивного дохода (83% и 74% соответственно) (рисунок 2). Движущим мотивом является также формирование финансовой подушки (64% и 56% соответственно). При этом значительная разница между инвесторами наблюдается в таких мотивах, как:

— диверсификация инструментов инвестирования – 28 п.п.⁵ («биржевые» - 40%, «одиночки» - 12%);

⁵ Здесь и далее «п.п.» - процентные пункты.

- пенсионные накопления – 21 п.п. («биржевые» - 44%, «одиночки» - 23%);
- получение различных налоговых льгот – 19 п.п. («биржевые» - 24%, «одиночки» - 5%).

Основную часть инвесторов не побуждает вкладывать средства стремление быть в тренде («биржевые» - 15%, «одиночки» - 11%) и формирование краткосрочных накоплений для какой-либо цели («биржевые» - 14%, «одиночки» - 16%).



Рисунок 2 - Мотивы инвестирования инвесторов в акции и другие инвестиционные инструменты

Источник: составлено авторами

Характеристика 2 – самооценка компетентности в сфере инвестирования

Основная часть опрошенных, относящихся к группе «биржевых» инвесторов – люди с опытом от 1 до 5 лет инвестирования (65%), в то время как начинающих (менее 1 года) и с многолетним опытом (более 10 лет) среди них оказалось лишь по 10% (рисунок 3).

Инвесторы «одиночки» преимущественно имеют опыт от 1 до 3 лет (37%) и менее 1 года (34%). Следовательно, инвесторы, не имеющие счёт у российского брокера, но имеющие инвестиционные инструменты, в большинстве своём имеют менее длительный опыт инвестирования, чем «инвесторы-биржевые».

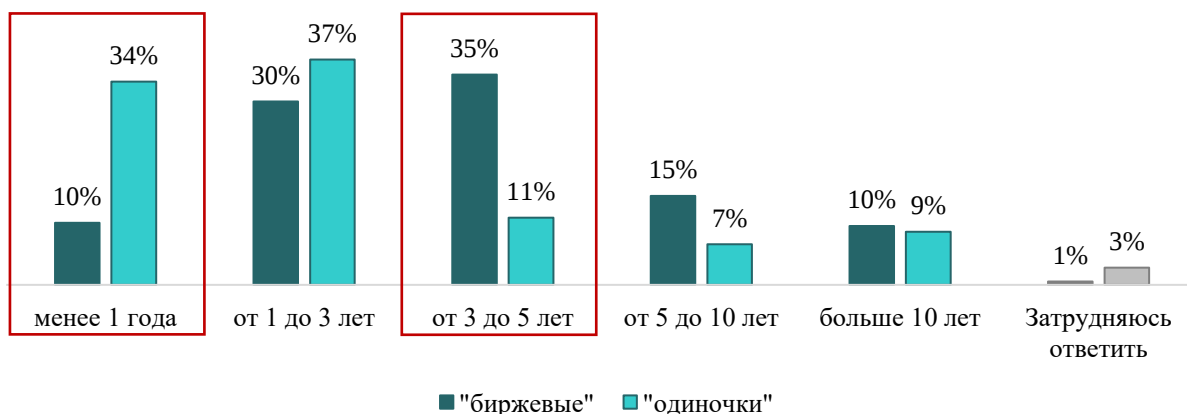


Рисунок 3 - Опыт инвестирования в инструменты на российском фондовом рынке
Источник: составлено авторами

Свою образованность в сфере инвестиций и опыт инвестирования опрошенные оценивают по-разному: «биржевые» инвесторы считают себя более опытными и образованными в сфере инвестиций, чем «одиночки» (рисунок 4).

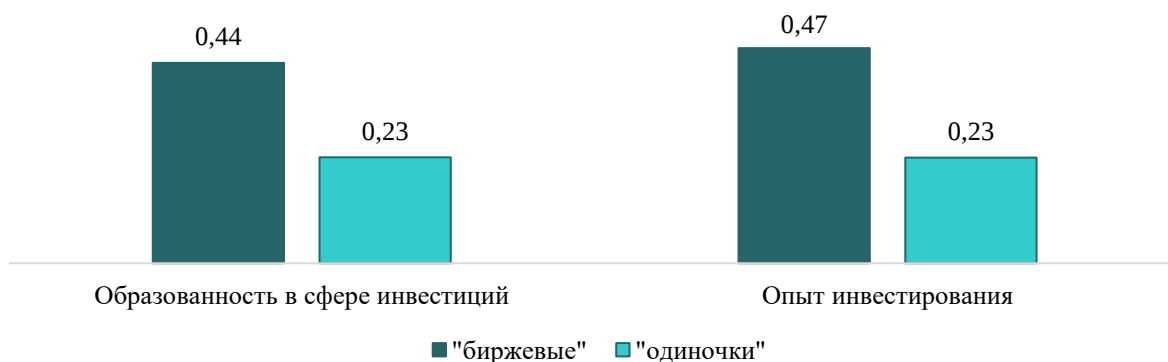


Рисунок 4 – Оценка качеств в сфере инвестиций
Источник: составлено авторами

Группы, сообщества и каналы финансовой направленности в социальных сетях (67%), официальные интернет-сайты, приложения банков, предоставляющие возможность инвестировать (55%), а также книги финансовой направленности (40%) – одни из самых популярных источников получения базовых знаний в данной финансовой области «биржевыми» инвесторами (рисунок 5).



Рисунок 5 - Источники получения базовых знаний в области инвестиций акционеров
Источник: составлено авторами

Инвесторы, не имеющие счёт у российского брокера, в первую очередь, берут информацию из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать (47%). Значительная дифференциация наблюдается в значениях по следующим источникам информации:

— книги финансовой направленности: «биржевые» – 40%, «одиночки» – 9%;

— каналы видеохостингов известных инвест-блогеров: «биржевые» – 34%, «одиночки» – 10%.

Довольно узкий круг лиц обращался к таким проводникам информации, как платформы с курсами, например, Skillbox, Coursera, Нетология («биржевые» - 9%, «одиночки» - 3%), инвестиционные менеджеры («биржевые» - 9%, «одиночки» - 9%), получал базовые знания в области инвестиций на работе («биржевые» - 10%, «одиночки» - 9%), в вузе, СПО в процессе обучения по своей специальности («биржевые» - 11%, «одиночки» - 8%).

Характеристика 3 – объемы инвестиций в акции

В основном обе группы опрошенных инвесторов инвестируют в акции до 10% от дохода (по 47%) (рисунок 6). Почти четверть из числа тех, у кого есть счёт у российского брокера и есть инструменты на российском фондовом рынке инвестирует до 20% от дохода, инвестирующих такую же долю среди инвесторов «одиночек» - всего 11%.

26% инвесторов, не имеющих счёт у российского брокера сейчас, не инвестируют в акции никакую часть от своего дохода.

Говоря о максимальном проценте, который хотел бы российский вкладчик инвестировать в акции, отмечается также наличие различий между двумя группами: «инвесторы-биржевые» хотели бы инвестировать в акции до 20% от дохода (27%) и до 40% от дохода (26%), а «инвесторы-одиночки» не хотели бы инвестировать так же много – до 20% от дохода (30%) и до 10% от дохода (22%). Более 60% от дохода хотел бы инвестировать в акции каждый десятый «инвестор-биржевой» (10%) и лишь каждый пятидесятый «инвестор-одиночка» (2%).



Рисунок 6 – Доли от личного дохода, инвестируемые в акции в настоящее время, и максимально желаемые для инвестирования
Источник: составлено авторами

Характеристика 4 – препятствия для активного инвестирования в акции

Зафиксирована разница в значимости факторов, являющихся препятствиями для большего инвестирования в акции (рисунок 7):

- для инвесторов «биржевых»: высокие ставки по депозитам (57%); недостаточность собственного дохода (45%); низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат (38%);
- для инвесторов «одиночек»: недостаточность знаний о финансовых инструментах (58%); недостаточность собственного дохода (47%) и высокие ставки по депозитам (35%).



Рисунок 7 - Препятствия для большего инвестирования в акции действующими акционерами

Источник: составлено авторами

Характеристика 5 – максимальная комфортная цена за одну акцию

Большая доля инвесторов называет максимальную комфортную цену за 1 акцию в размере до 1 тыс. рублей: 31% «биржевых» и 40% «одиночек» (рисунок 8). Существенно отличается предпочтение ответу «цена акции не важна»: его выбрал каждый пятый «биржевой» (21%) и лишь 8% «одиночек» (8%).

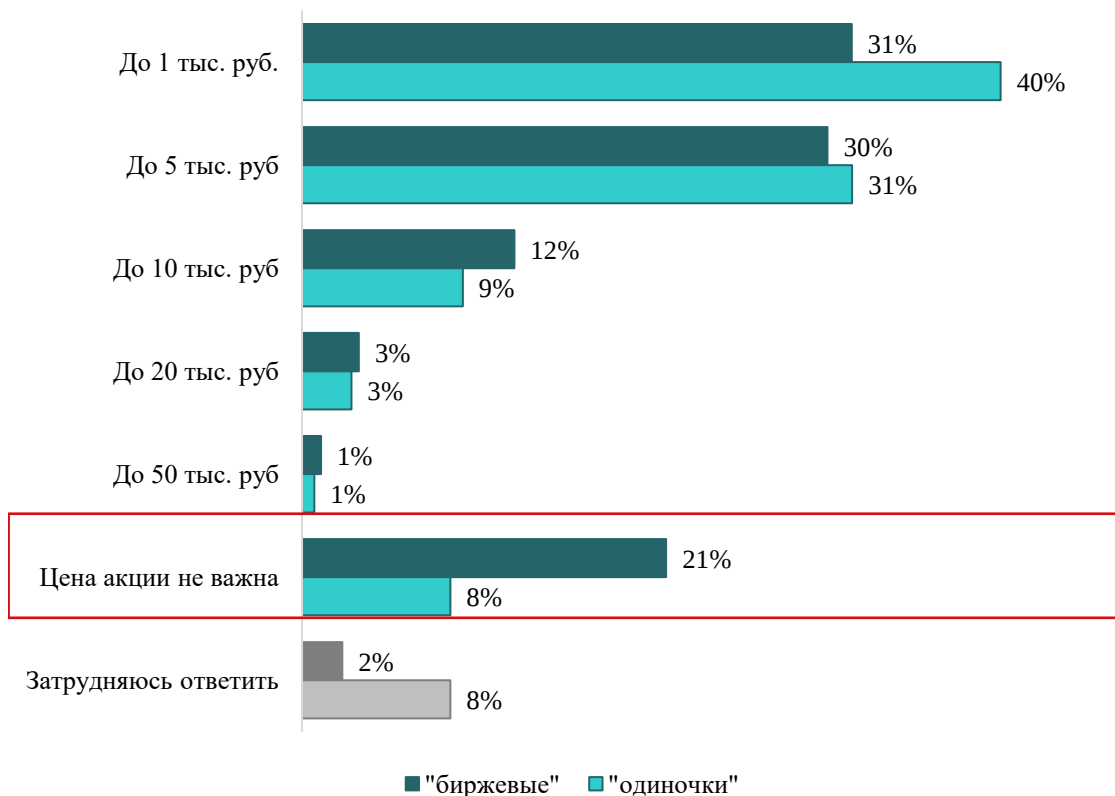


Рисунок 8 - Максимальная комфортная цена за одну акции для разных групп инвесторов
Источник: составлено авторами

Характеристика 6 – предпочтительный вид дохода с акций

Наиболее предпочтительным видом дохода для обеих групп инвесторов являются дивиденды («биржевые» - 47%, «одиночки» - 56%), на втором месте – рост стоимости акций («биржевые» - 42%, «одиночки» - 35%) (рисунок 9). Однако, следует подчеркнуть, что дивиденды чаще выбирали «инвесторы-одиночки» (разница между группами 9 п.п.), а рост стоимости акций – «инвесторы биржевые» (разница между группами 7 п.п.).

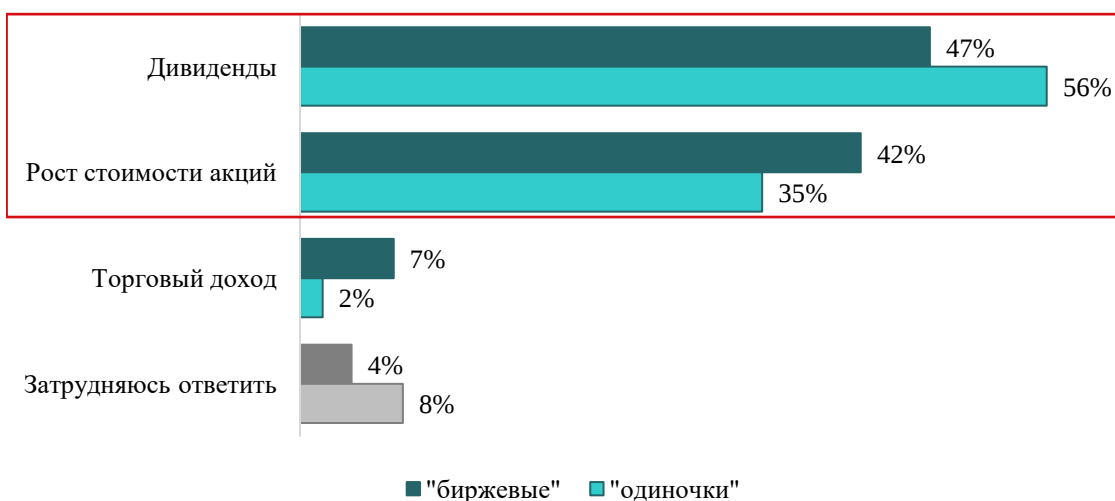


Рисунок 9 – Предпочтительные акционерами виды дохода для разных групп инвесторов
Источник: составлено авторами

Характеристика 7 – влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров

Практически каждый второй акционер со счётом у российского брокера продолжит инвестирование в ценные бумаги вне зависимости от повышения или понижения ставки по депозиту относительно доходности акций. Среди инвесторов «одиночек» таких лишь 22%, так как основная часть выведут средства на депозит, если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, для сравнения инвесторов «биржевых» составляет 35%.

Важно отметить, что только 14% инвесторов готовы активнее покупать ценные бумаги, если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5% (рисунок 10).



Рисунок 10 - Влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров
Источник: составлено авторами

Характеристика 8 – активность на бирже

Перед покупкой или продажей ценных бумаг инвесторы совершают различные действия (рисунок 11). Инвесторы «биржевые» изучают новости рынка в целом (61%), изучают рекомендации экспертов и аналитиков (55%), изучают новости о компании (49%) и анализируют графики цен, объем торгов (48%). Инвесторы «одиночки» совершают все те же действия, но в другой приоритетности и с гораздо меньшей долей совершения: они изучают новости рынка в целом (37%, разница в 24 п.п.), изучают новости о компании (31%, разница в 18 п.п.), изучают рекомендации экспертов и аналитиков (27%, разница в 28 п.п.) и анализируют графики цен, объем торгов (24%, разница в 24 п.п.).



Рисунок 11 – Действия, совершаемые инвесторами перед покупкой или продажей ценных бумаг

Источник: составлено авторами

Оценка инвесторами своего взаимодействия с роботами при осуществлении торговых операций и использования сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестирования имеет разницу в зависимости от группы инвесторов (рисунок 12). Инвесторы «биржевые» более положительно оценивают свой опыт использования робота нежели «одиночки» (0,48 к 0,42). Противоположно оценено использование сервисов

подписок с готовыми стратегиями: «одиночки» более положительно оценили свой опыт, чем «биржевые» (0,41 к 0,35).

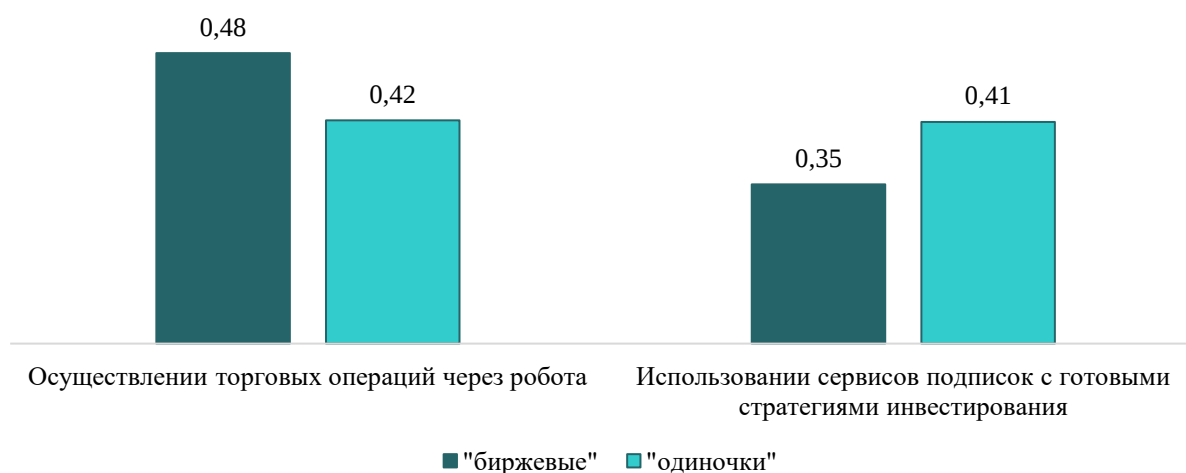


Рисунок 12 – Оценка осуществления торговых операций через робота и использования сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестирования
 Источник: составлено авторами

Характеристика 9 – оценка эмитентов

Прозрачность информации по эмитентам оценивается опрошенными, имеющими счёт у российского брокера, на среднем уровне – 0,42; в то же время не имеющие счет у российского брокера оценили её достаточно низко – 0,27 (рисунок 13). По мнению первых, уровень достаточности эмитентов на российском рынке акций также средний – 0,50; а представители второй группы оценили его гораздо ниже – 0,37.

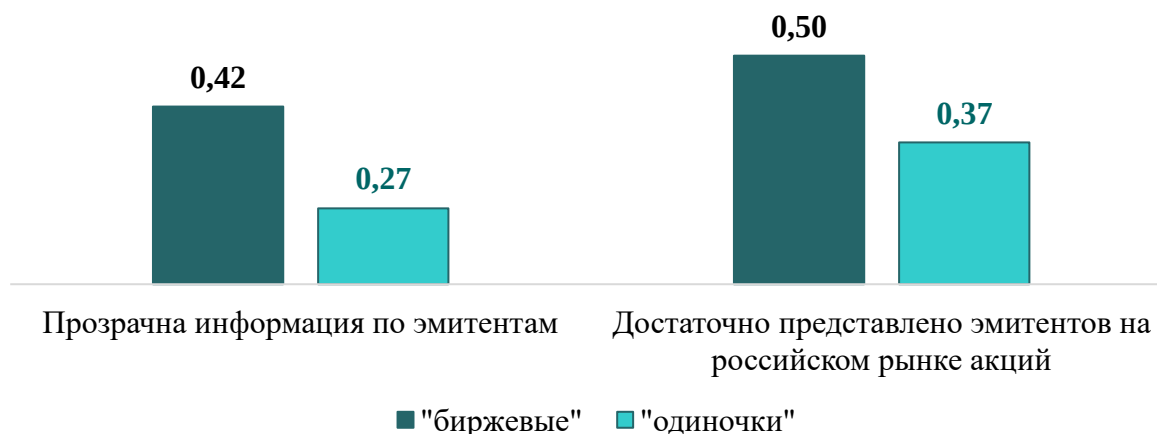


Рисунок 13 – Оценка прозрачности информации по эмитентам и уровня достаточности эмитентов на российском рынке акций
 Источник: составлено авторами

Характеристика 10 – оценка наиболее перспективных отраслей в экономике

По мнению «биржевых» инвесторов, к наиболее перспективным отраслям в экономике можно отнести: промышленность (56%), финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение (56%) и информационно-вычислительное обслуживание (54%)

(рисунок 14). Инвесторы «одиночки» имеют несколько иное представление: на первом месте также промышленность (55%), затем связь / телекоммуникации (42%) и информационно-вычислительное обслуживание (40%). Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение оценены ими в качестве перспективной отрасли на 25 п.п. ниже, чем инвесторами, имеющими счёт у российского брокера.

К наименее перспективным респонденты отнесли науку и научное обслуживание, общую коммерческую деятельность по обеспечению функционирования рынка, культуру и искусство.

Отвечая на вопрос о том, каких конкретных компаний не хватает на рынке, акционеры чаще всего называли: Росатом (110 упоминаний), Вайлдберриз / Wildberries (58 упоминаний), Сибур (58 упоминаний), РЖД (44 упоминания), Лабораторию Касперского (29 упоминаний), Альфа-Банк (22 упоминания) и Мегафон (21 упоминание). Полный перечень названных компаний содержится в Приложении Б.3.



Рисунок 14 – Наиболее перспективные отрасли экономики по мнению инвесторов
Источник: составлено авторами

Характеристика 11 – ведение активов

Половина опрошенных инвесторов имели опыт использования услуг финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов (рисунок 15). При этом у большинства из них был успешный опыт («биржевые» - 43%, «одиночки» - 36%).



*Рисунок 15 – Опыт использования услуг финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов
Источник: составлено авторами*

На рисунке 16 представлены различные способы учёта активов в разных банках / брокеров.

Среди наиболее популярных способов – учет при помощи электронных таблиц («биржевые» - 35%, «одиночки» - 21%), онлайн-банкинг и брокерские платформы («биржевые» - 23%, «одиночки» - 28%). Реже всего инвесторы используют бухгалтерские программы (2%).

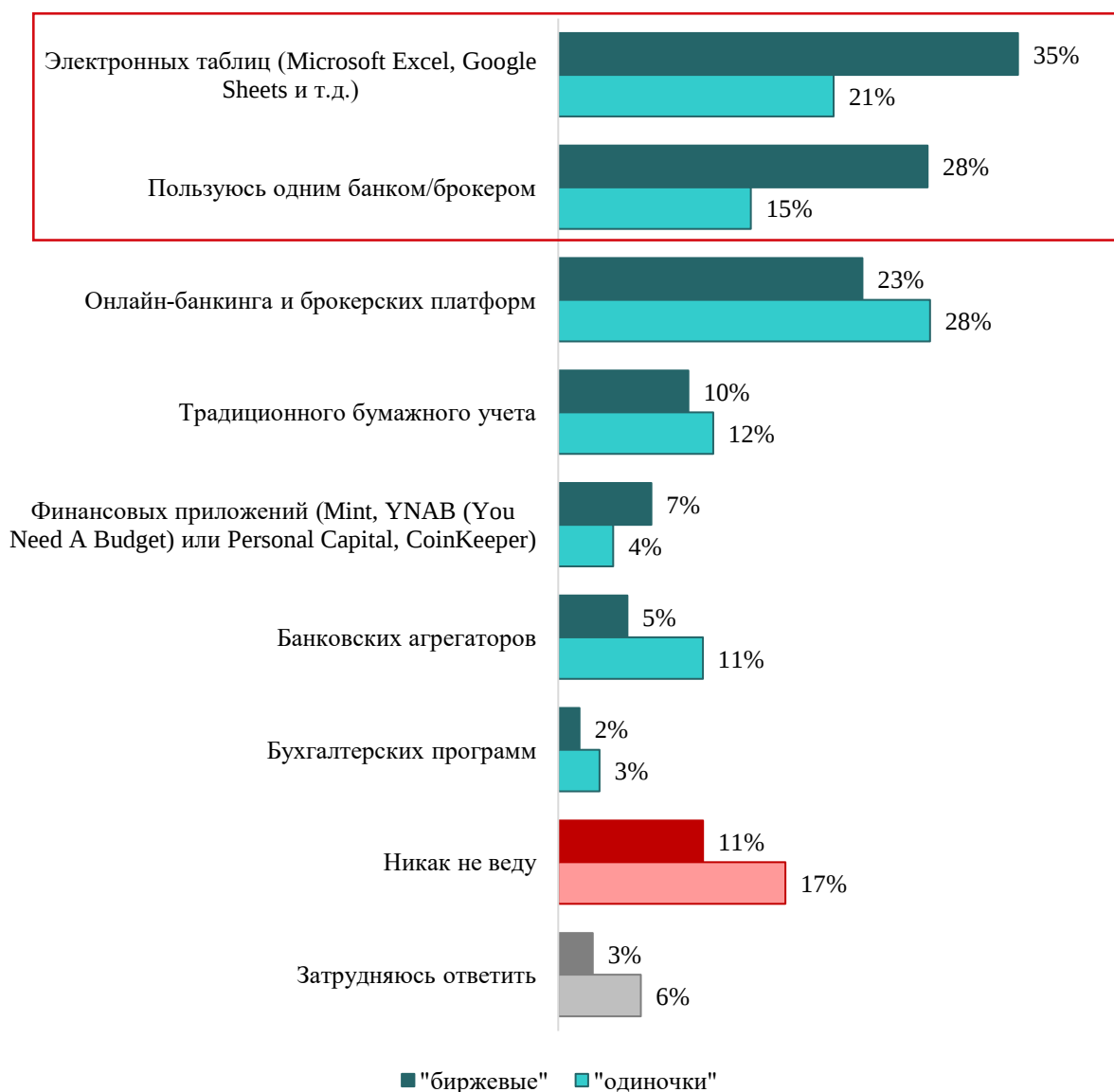


Рисунок 16 – Ведение учёта активов инвесторов в разных банках/брокеров
 Источник: составлено авторами

Характеристика 12 – общественные дискурсы в мире инвестиций

Инвесторы рассказали, что, по их мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок (рисунок 17). Инвесторы «биржевые» считают, что это отсутствие сбережений (59%), риск потерять всё (56%) и отсутствие специализированных знаний (55%). Инвесторы «одиночки» полагают, что сдерживающими факторами выступает, в первую очередь, отсутствие специализированных знаний (51%), далее – риск потерять всё (50%) и на третьем месте уже отсутствие сбережений (39%).



Рисунок 17 – Причины, сдерживающие людей от инвестирования в фондовый рынок
 Источник: составлено авторами

Характеристика 13 – характеристика инвестиционного поведения акционеров

К категории «массовый сегмент» относят себя большинство опрошенных (рисунок 18). Каждый четвёртый «биржевой» инвестор отнёс себя к премиальному сегменту (25%), среди инвесторов «одиночек» так считает лишь каждый шестой (17%).

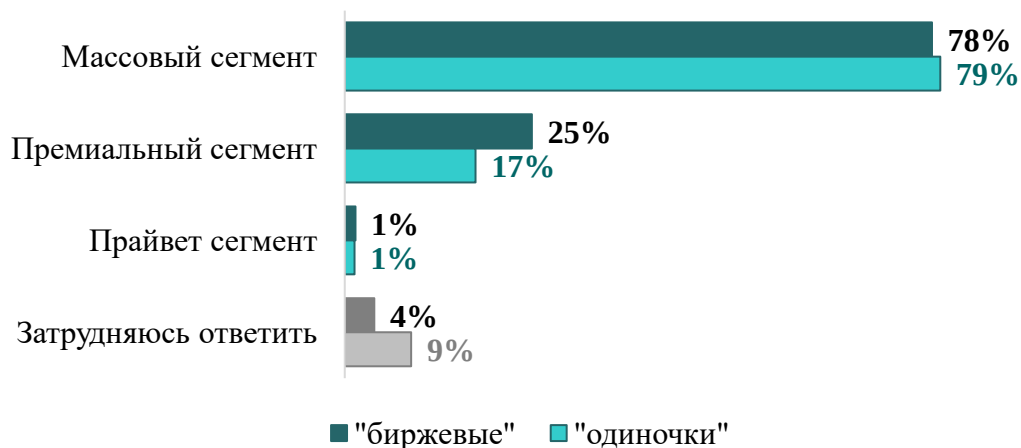


Рисунок 18 – Сегменты банковского обслуживания инвесторов или самоопределение сегмента

Источник: составлено авторами

Для оценки инвестиционного поведения инвесторам было предложено оценить суждения и выбрать то, которое в наибольшей степени характеризует их (рисунок 19). Самая популярная модель поведения среди «биржевых» инвесторов – это рациональная, характеризующаяся готовностью размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска, где стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (44%). Инвесторы «одиночки» самым предпочтительным вариантом выбрали умеренную модель, характеризующуюся стремлением получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готовностью размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (38%) или консервативную модель, характеризующуюся желанием сохранить и защитить сбережения, невеликим временным горизонтом, готовностью размещать средства только в безрисковые инструменты (36%).



Рисунок 19 – Утверждения, в наибольшей мере характеризующие инвестиционное поведение инвесторов

Источник: составлено авторами

Подавляющее большинство «биржевых» инвесторов на фондовом рынке относят себя к типу инвесторов «Бык» - тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива увеличится (62%) (рисунок 20). В то же время среди «инвесторов-одиночек» таких оказалось лишь 39%. Пятая часть «инвесторов-биржевых» (21%) и более четверти «инвесторов-одиночек» (28%) не выбрала ни одного из предложенных вариантов.



Рисунок 20 – Типы инвесторов на фондовом рынке
Источник: составлено авторами

По результатам опроса, выявлено, что 41% опрошенных инвесторов, имеющих счёт у российского брокера, проходили тесты для допуска к сложным финансовым инструментам, в то время как инвесторы, не имеющие счет у российского брокера, почти не занимались этим (5%) (рисунок 21). Схожими в обеих группах являются следующие позиции:

- мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов (30% «биржевые» и 29% «одиночки»);
- мне бы хотелось вступить в программу долгосрочных сбережений или негосударственного пенсионного обеспечения (10% «биржевые» и 8% «одиночки»).

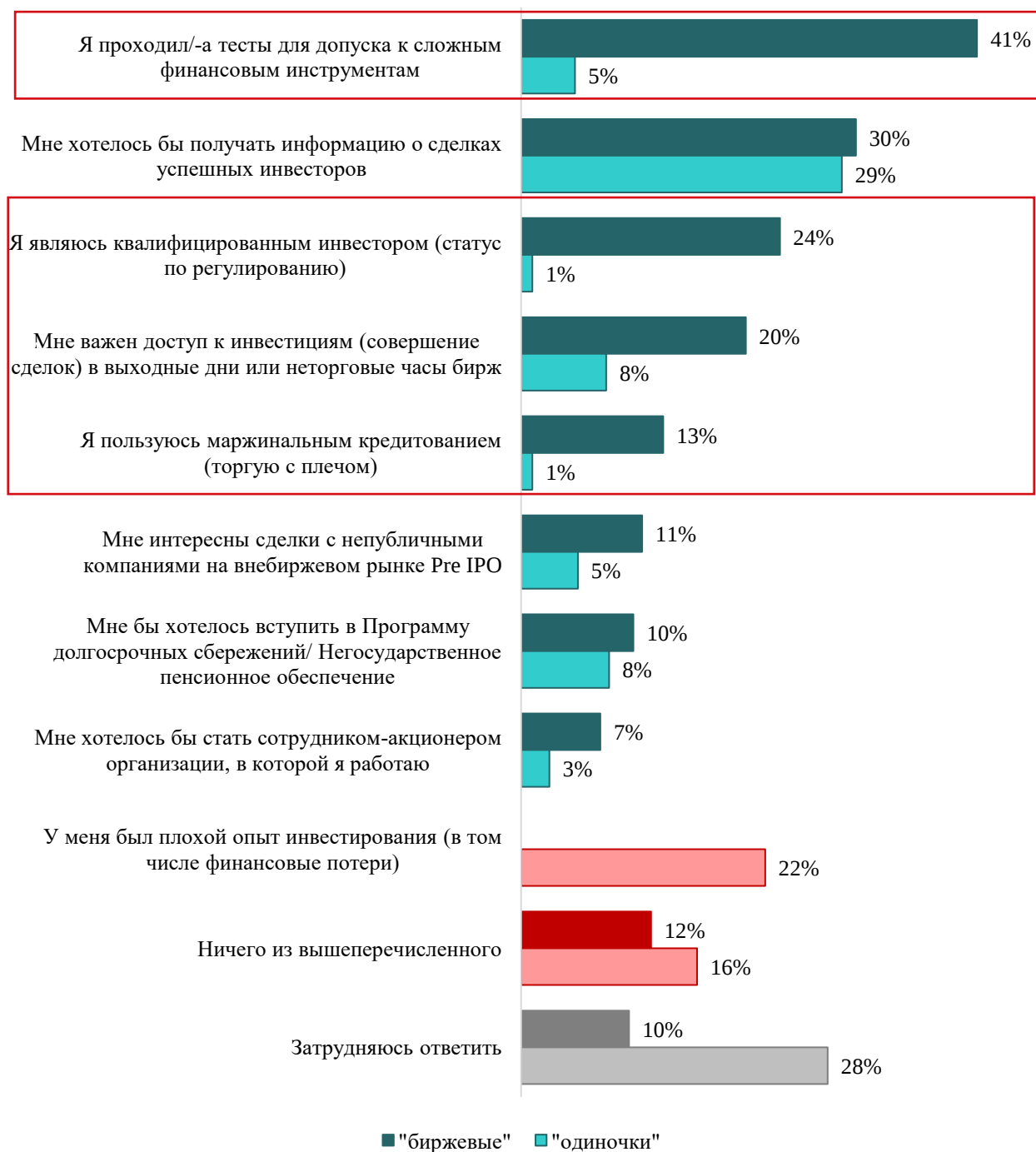


Рисунок 21 – Утверждения, в наибольшей мере характеризующие инвестиционное поведение инвесторов

Источник: составлено авторами

Характеристика 14 – негативный опыт в инвестировании

Негативный опыт в инвестировании, с которым сталкивались инвесторы «биржевые», чаще всего был связан с убытками (61%), падением стоимости портфеля выше ожидаемого (58%), заморозкой активов (52%) (рисунок 22). В наименьшей степени негативный опыт инвесторов связан с невыгодными налоговыми последствиями сверх ожидания (10%). А 6% инвесторов и вовсе не сталкивались с негативным опытом при инвестировании.

Каждый третий инвестор «одиночка» также столкнулся с убытками (35%) и падением стоимости портфеля выше ожидаемого (35%). У более 30% опрошенных данной группы негативного опыта не было, что ещё раз подчёркивает их меньшую активность в инвестировании и предпочтение менее рискованных инструментов.



Рисунок 22 – Негативный опыт инвестирования инвесторов
Источник: составлено авторами

Осуществляя инвестиционную деятельность на фондовом рынке, опыт инвесторов может быть разным (рисунок 23). Так, 40% инвесторов «биржевых» больше заработали, чем потеряли, 30% из них остались при том же объёме средств и каждый четвёртый (25%) – больше потерял, чем заработал. У инвесторов «одиночек» немного иная картина: более трети из них (34%) остались при том же объёме средств, 23% – больше потеряли, чем заработали; лишь каждый пятый из них (20%) – больше заработал, чем потерял, и около четверти (23%) затруднились оценить свой опыт инвестирования.

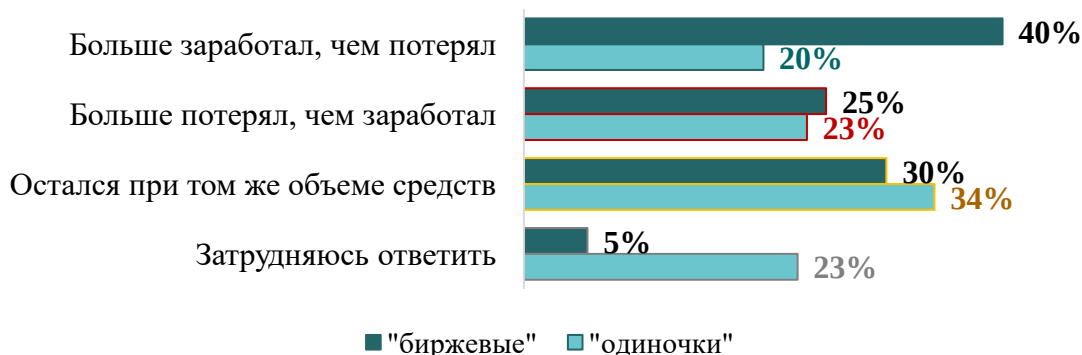


Рисунок 23 – Опыт инвесторов на фондовом рынке (в части успеха/дохода)

Источник: составлено авторами

2.3. Особенности инвесторов «новичков» и «опытных»

Характеристика 1 – причины и мотивы инвестирования.

Самые популярные причины, которые положили начало инвестиционной деятельности опрошенных, вне зависимости от имеющегося у них опыта инвестирования (до или больше 3 лет) – собственный интерес и цель обеспечить комфортную жизнь за счёт заработка на бирже и сбережений, причем вторая причина чаще распространена среди более опытных инвесторов (53% против 42%) (рисунок 24).

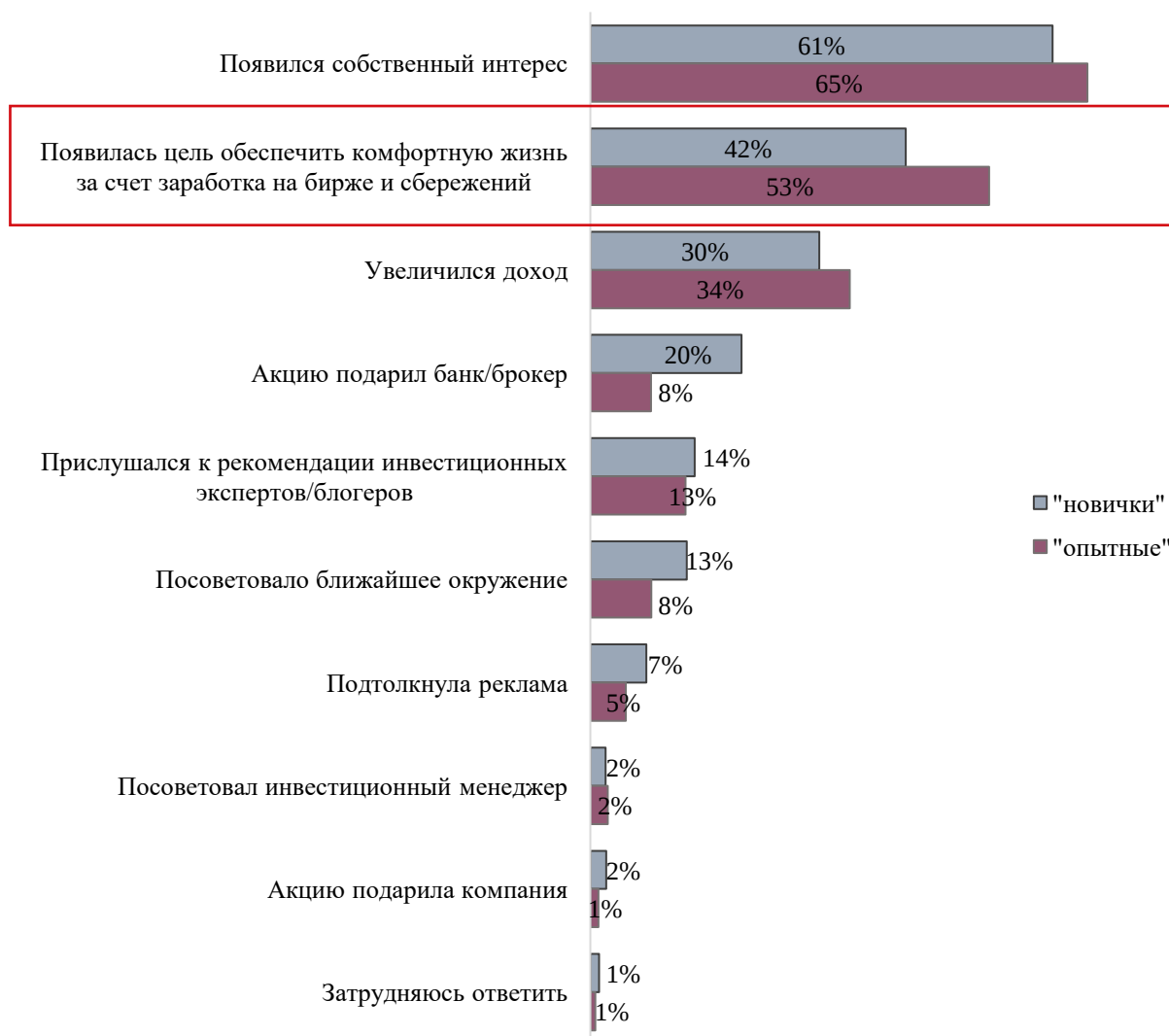


Рисунок 24 – Причины начала инвестирования среди инвесторов с опытом до и больше 3 лет

Источник: составлено авторами

Хотя главные мотивы инвестирования действующих инвесторов вне зависимости от их опыта связаны с получением источника пассивного дохода, формированием финансовой подушки, сохранением собственного капитала от инфляции, ряд мотивов значительно преобладают в позициях «опытных» инвесторов, чем «новичков», а именно:

- сохранение собственного капитала от инфляции («новички» - 54% и «опытные» - 69%);
 - пенсионные накопления («новички» - 34% и «опытные» - 50%);
 - диверсификация инструментов инвестирования («новички» - 29% и «опытные» - 46%);
 - получение различных налоговых льгот («новички» - 15% и «опытные» - 29%)
- (рисунок 25).



Рисунок 25 – Мотивы инвестирования в акции и другие инвестиционные инструменты среди инвесторов с опытом до и больше 3 лет
Источник: составлено авторами

Характеристика 2 – самооценка компетентности в сфере инвестирования.

Инвесторы с опытом больше 3 лет в данной сфере оценивают свою компетентность выше, чем «новички». Так, самовосприятие образованности и совокупности практически

усвоенных знаний, навыков, умений представителей группы «опытные» достигает в среднем 3,16 баллов из 5, а «новичков» - 2,29 (рисунок 26)

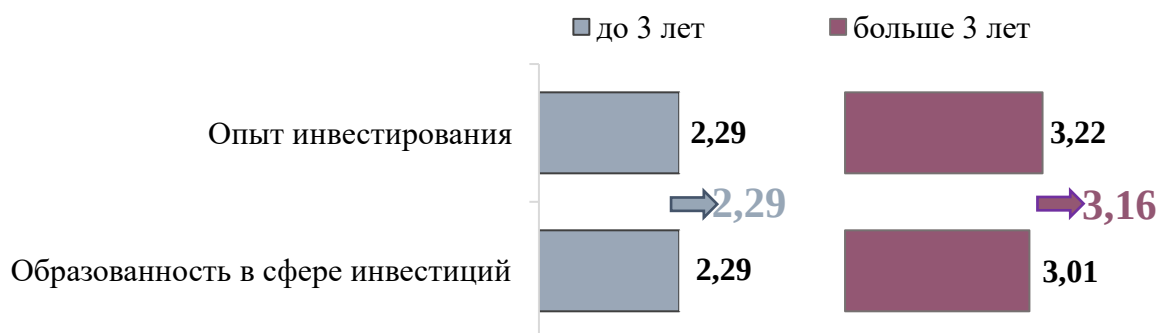


Рисунок 26 – Оценка опыта инвестирования и образованности в сфере инвестиций среди инвесторов с опытом до и больше 3 лет

Источник: составлено авторами

Обе группы инвесторов получили базовые знания в области инвестиций посредством различных источников из социальных сетей («новички» - 62% и «опытные» - 65%), официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать («новички» - 53% и «опытные» - 52%) (рисунок 27). К книгам финансовой направленности, экспертам в области инвестирования и каналам видеохостингов известных инвест-блогеров отмечается разное отношение: их чаще использовали «опытные» инвесторы, нежели те, кто занимается инвестициями менее 3 лет.

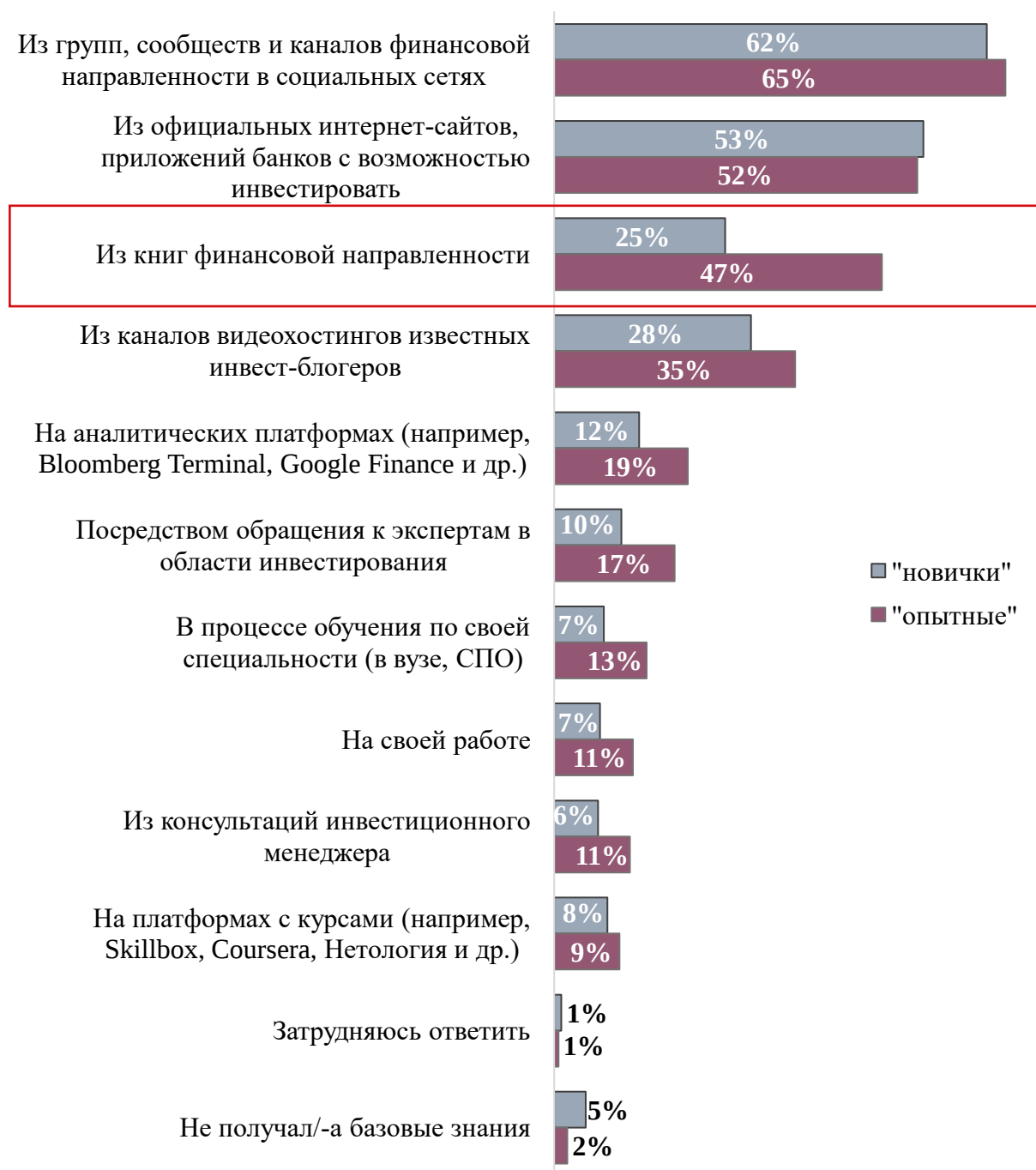
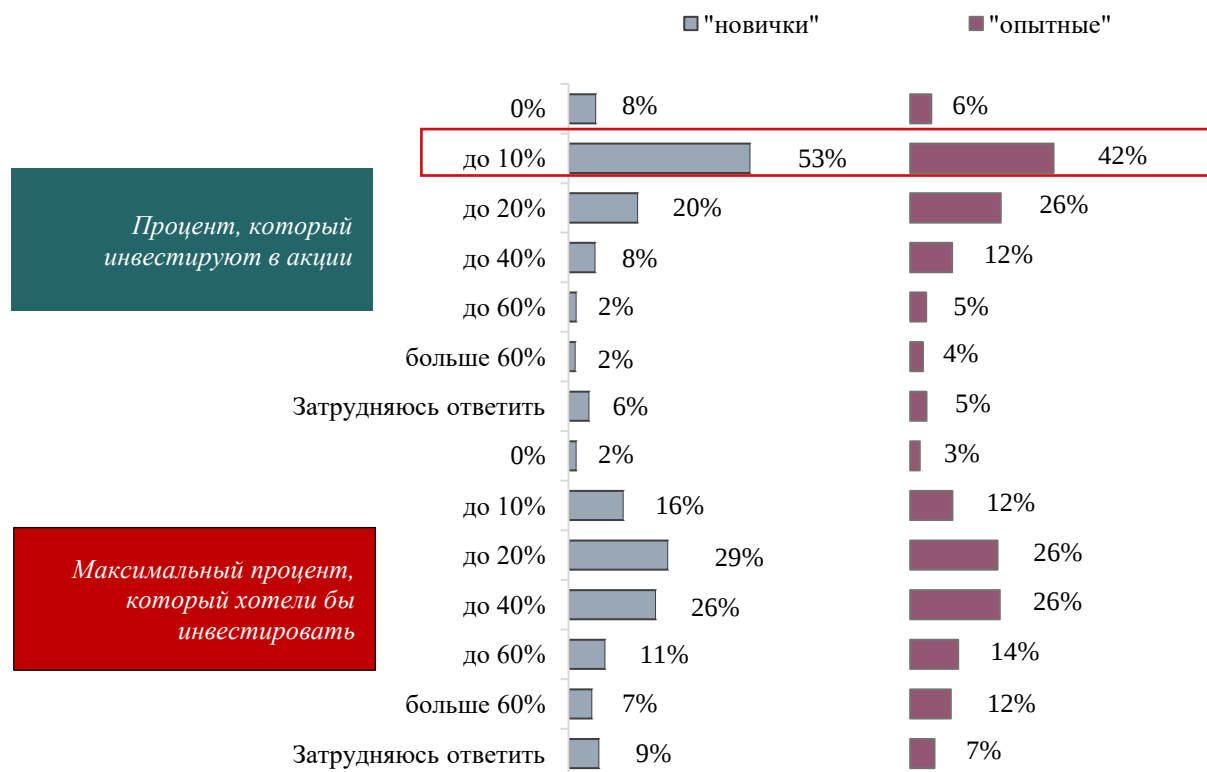


Рисунок 27– Источники получения базовых знаний в области инвестиций среди инвесторов с опытом до и больше 3 лет
Источник: составлено авторами

Характеристика 3 – объемы инвестиций в акции.

Опытные акционеры в настоящее время чаще инвестируют в акции высокие доли (более 40%) личного дохода («новички» - 12% и «опытные» - 21%) (рисунок 28). Среди них же, хотя и незначительно, выше доля тех, которые желают инвестировать более 40% личного дохода (52%), чем среди «новичков» (44%).



Характеристика 4 – препятствия для активного инвестирования в акции.

Опытные акционеры, вкладывающие от 1% до 60% от своего дохода, одновременно с «новичками» видят существенными препятствиями на пути к еще более активному инвестированию - высокие ставки по депозитам («новички» - 45% и «опытные» - 52%) и ограниченность собственного дохода («новички» - 44% и «опытные» - 37%) (рисунок 29). При этом 38% опрошенных с опытом больше 3 лет сдерживает для большего инвестирования в акции низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат, с опытом до 3 лет – 26%. На недостаточность знаний о финансовых инструментах чаще указывают «новички» в сфере инвестиций («новички» - 40% и «опытные» - 21%).



Рисунок 29 – Препятствия для большего инвестирования в акции среди инвесторов с опытом до и больше 3 лет

Источник: составлено авторами

Характеристика 5 – максимальная комфортная цена за одну акцию.

Представления о максимальной комфортной цене за одну акцию отличаются у инвесторов с опытом до и больше 3 лет (рисунок 30). Инвесторам «новичкам» характерна черта: чем дешевле стоит одна акция, тем более комфортной кажется ее цена, например, 35% опрошенных посчитали комфортной стоимость до 1 тыс. рублей, а 29% - до 5 тыс. рублей.

Среди инвесторов с опытом более 3 лет выражены три установки на максимальную комфортную цену за одну акцию: для одних (25%) – это до 1 тыс. рублей, для других (27%) – до 5 тыс. рублей, а для третьих (24%) – цена акции не важна.

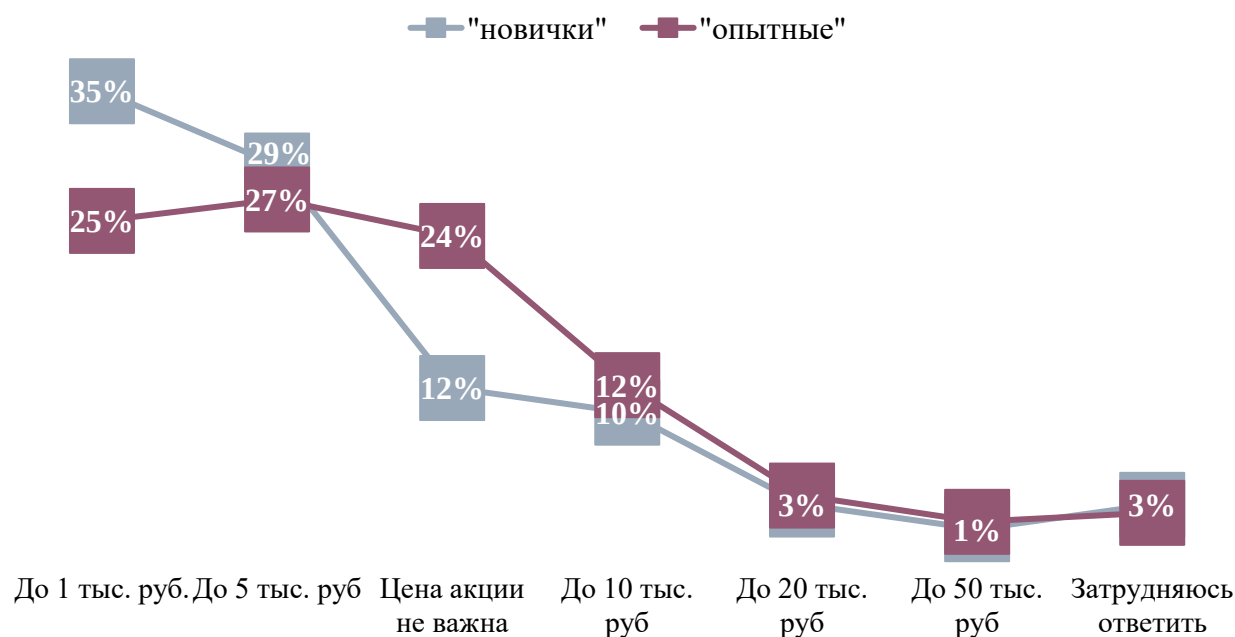


Рисунок 30 - Максимальная комфортная цена за одну акции для инвесторов с опытом до и больше 3 лет

Источник: составлено авторами

Характеристика 6 – ведение активов.

Каждый второй «опытный» инвестор хотя бы раз пользовался услугами финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов (55%), однако у 46% из них этот опыт был успешный, среди «новичков» таких оказалось 39% (рисунок 31). Важно отметить, что как «опытные», так и «новички» почти в равной степени не прибегали к пользованию услугами финансовых маркетплейсов (40% и 45% соответственно).

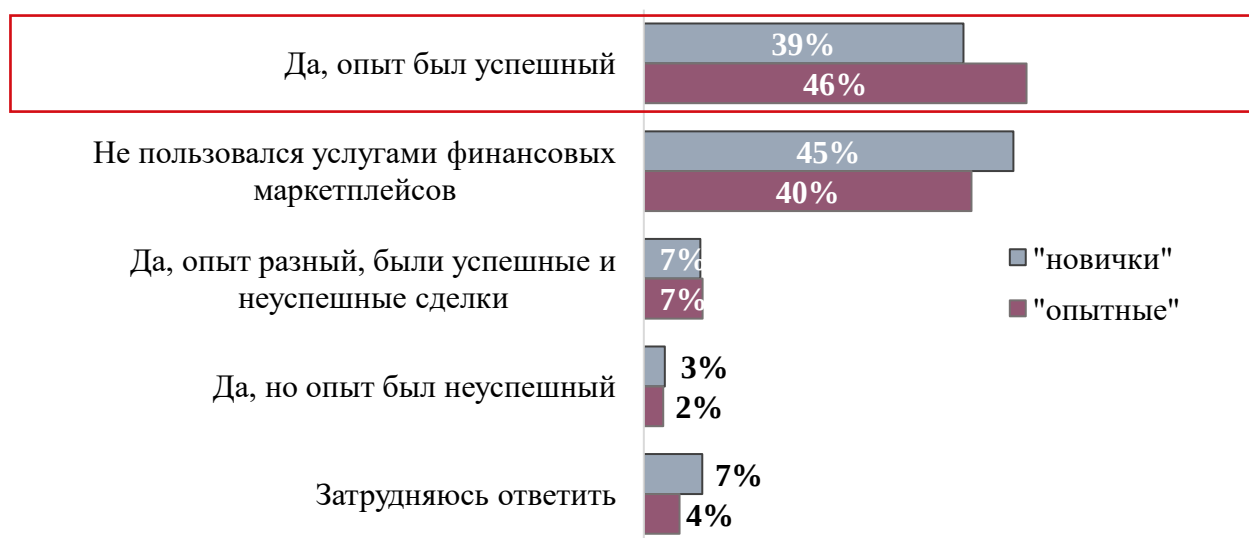


Рисунок 31 - Распределение ответов на вопрос «Пользовались ли Вы хоть раз услугами финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов? Успешен ли был опыт?»

Источник: составлено авторами

Наблюдаются значительные различия в способах контроля активов у инвесторов: учёт «опытных» акционеров ведётся с использованием электронных таблиц (например, Microsoft Excel, Google Sheets) (40%), а также сервисов онлайн-банкинга (26%) (рисунок 32). Однако каждый третий «новичок» с опытом инвестирования в акции до 3 лет признался, что учёт активов ведётся только в одном банке (34%), электронные таблицы используют для учёта активов 25% «новичков». Наименее актуальными способами ведения учёта для обеих категорий инвесторов являются: банковские агрегаторы (6% «новичков» и 5% «опытных»), бухгалтерские программы (1% «новичков» и 2% «опытных»). «Новички» чаще, чем «опытные» пренебрегают учётом активов и не ведут его (13% против 10% соответственно).

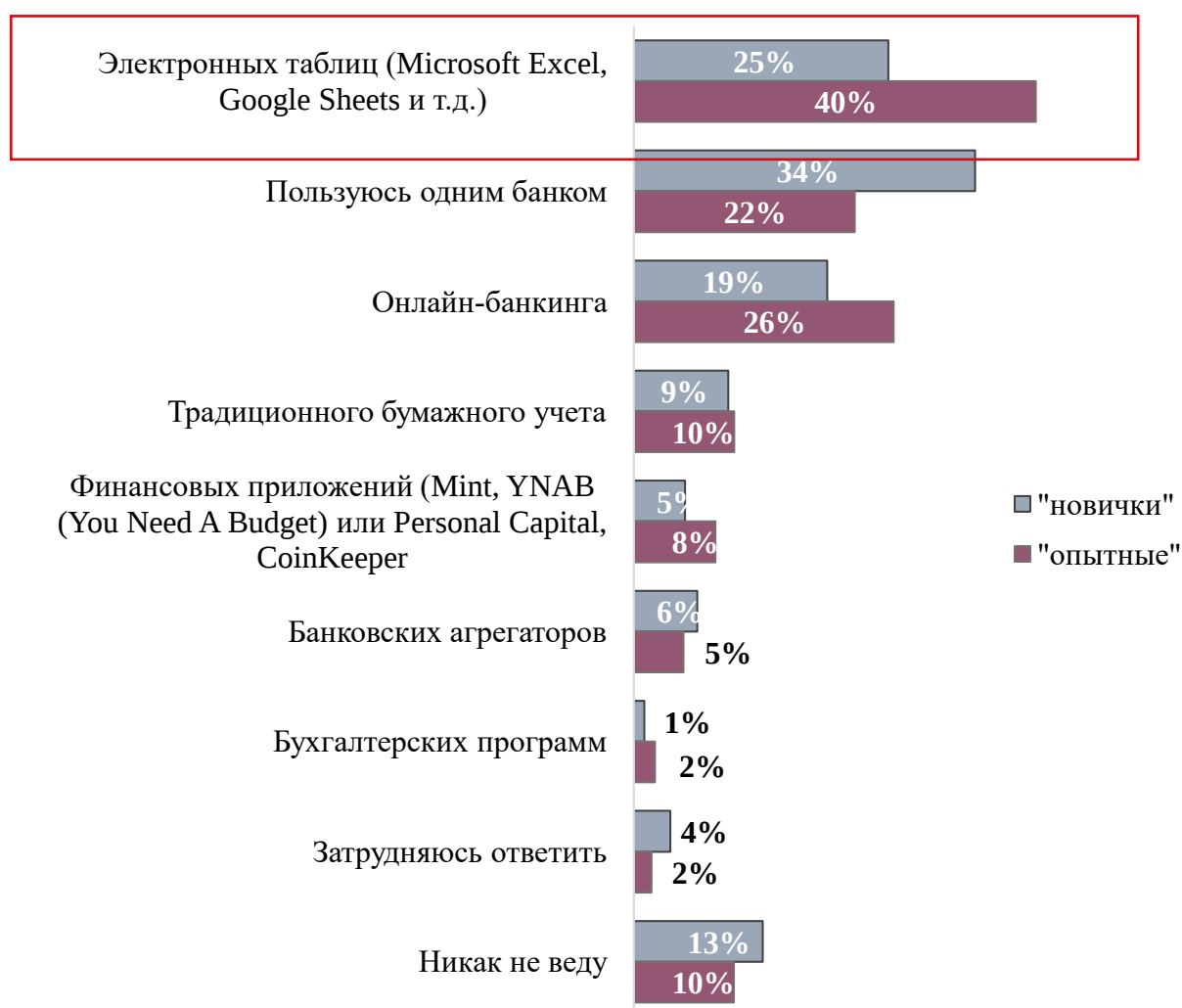


Рисунок 32 - Распределение ответов на вопрос «Учет Ваших активов в разных банках ведется с использованием...»
Источник: составлено авторами

В Таблице 1 приведены факторы, сдерживающие людей от инвестирования в фондовый рынок. По мнению обеих категорий акционеров, основными препятствиями для инвестирования являются: риск потерять всё (56% «новичков» и 55% «опытных»),

отсутствие сбережений (55% «новичков» и 60% «опытных»), отсутствие специализированных знаний (54% как «новичков», так и «опытных»).

Таблица 1 – Распределение ответов на вопрос: «Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок?»

Утверждение	«новички»	«опытные»
Отсутствие сбережений	55%	60%
Инвестиции – это риск потерять все	56%	55%
Отсутствие специализированных знаний	54%	54%
Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)	44%	47%
Инвестиции требуют много времени	27%	26%
Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус	27%	26%
Права миноритариев недостаточно защищены	19%	34%
Инвестиции — это сложно технически	19%	18%
Недостаточно информации об эмитентах	14%	21%
На инвестициях не заработать	17%	16%
Налоговые льготы недостаточны	13%	19%
Российский фондовый рынок не имеет потенциала	10%	16%
Недостаточно эмитентов/отраслей	6%	9%
Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров	5%	8%
Мой брокер может обанкротиться	5%	7%
Затрудняюсь ответить	3%	2%

Абсолютное большинство и «новичков», и «опытных» акционеров являются представителями массового сегмента обслуживания (84% и 73% соответственно) (рисунок 33). Однако каждый третий опрошенный с опытом инвестирования больше 3 лет относится к премиальному сегменту (32% против 14% акционеров с опытом инвестирования до 3 лет).

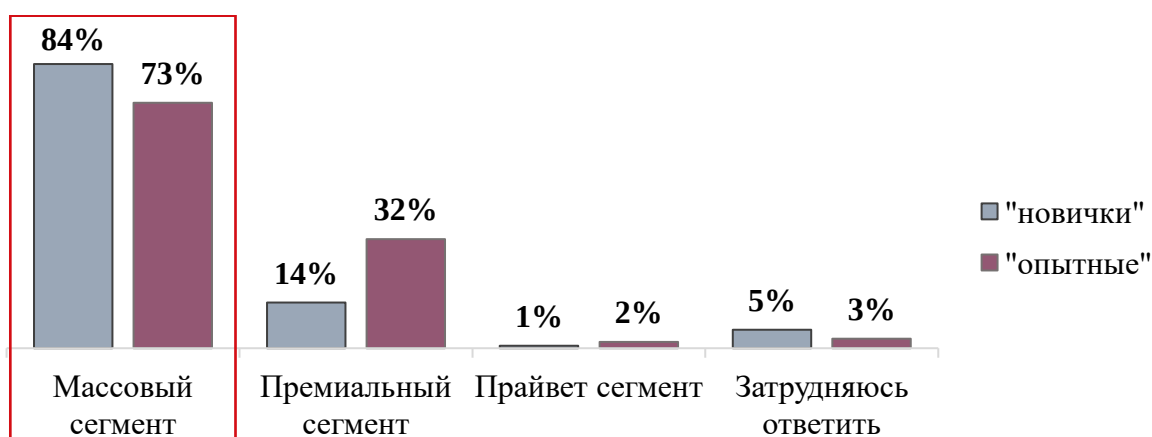


Рисунок 33 - Распределение ответов на вопрос «Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите?»

Источник: составлено авторами

84% инвесторов являются представителями рационального типа инвестиционного поведения, каждый из них готов размещать средства в инструменты только с разумным

уровнем инвестиционного риска (48% против 36% «новичков») (рисунок 34). Для 23% акционеров с опытом инвестирования до 3 лет – главная цель – сохранить и защитить свои сбережения, вкладываясь в безрисковые инструменты, однако среди «опытных» такой стратегии придерживаются лишь 13%, что говорит об их готовности вкладываться в более рискованные инвестиционные инструменты.

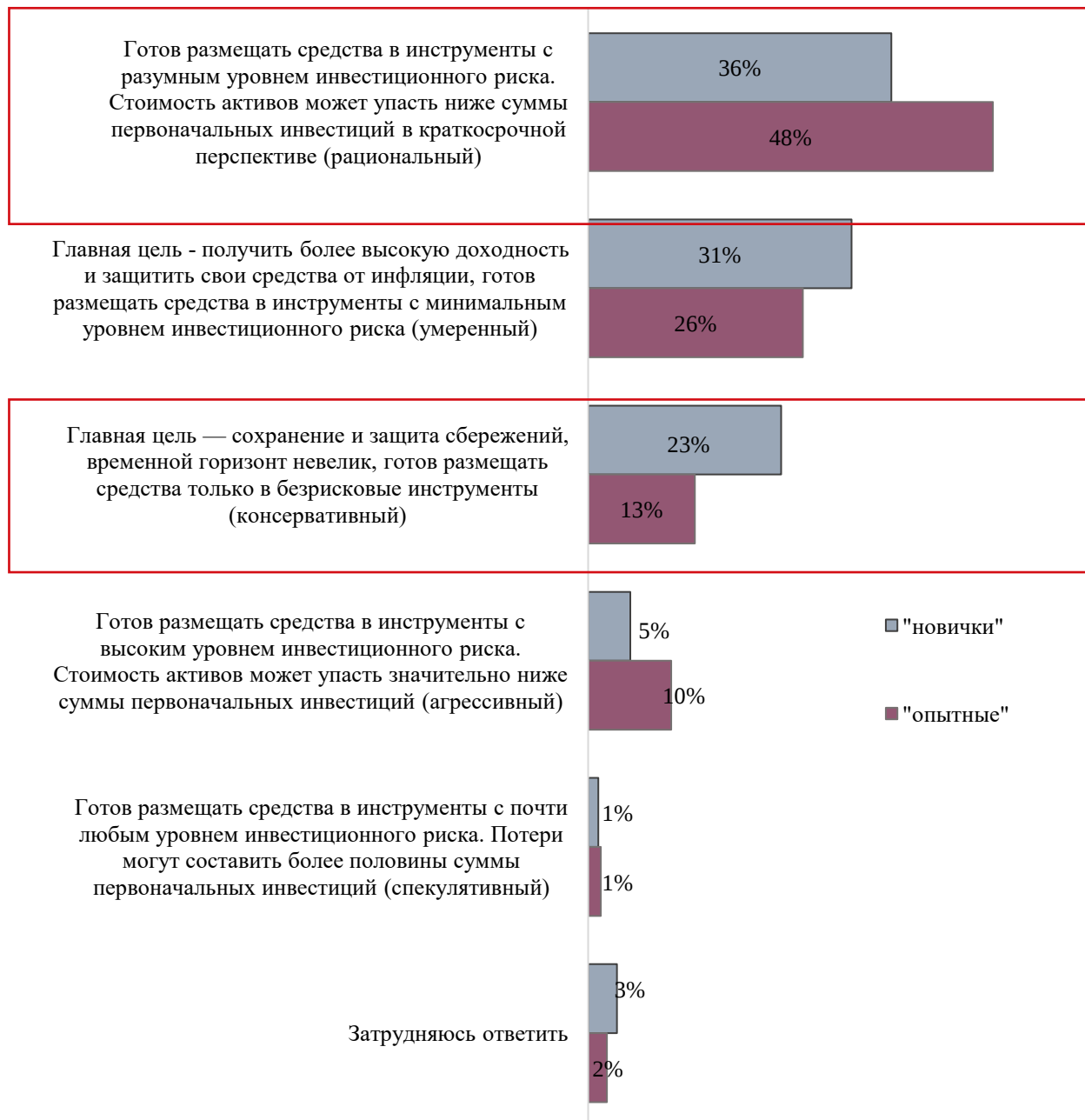


Рисунок 34 - Распределение ответов на вопрос «Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени...»

Источник: составлено авторами

В Таблице 2 представлен перечень утверждений, с которыми инвесторам предлагалось согласиться. Каждый третий «опытный» акционер является квалифицированным инвестором (33%), среди «новичков» таким статусом обладает лишь 9%. 44% инвесторов с опытом больше 3 лет проходили тесты для допуска к сложным

финансовым инструментам («новичков» - 33%). Акционеры с опытом инвестирования до 3 лет в большей степени заинтересованы в получении информации о сделках успешных инвесторов (36% против 27% «опытных»), им важнее обладать доступом к инвестициям в выходные дни (20% против 19% «опытных»).

Таблица 2 – Распределение ответов на вопрос: «Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны...»

Утверждение	«новички»	«опытные»
Я проходил/-а тесты для допуска к сложным финансовым инструментам	33%	44%
Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов	36%	27%
Я являюсь квалифицированным инвестором (статус по регулированию)	9%	33%
Мне важен доступ к инвестициям (совершение сделок) в выходные дни	20%	19%
Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)	9%	15%
Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке	9%	12%
Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Нег	10%	10%
Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в кото	6%	8%
Ничего из вышеперечисленного	14%	11%
Затрудняюсь ответить	14%	8%

Каждый второй «новичок» сталкивался с негативным опытом инвестирования, например, падение стоимости портфеля выше ожидаемого (58%), убытки (53%), а каждый третий – с замороженными активами (31%) (рисунок 35). В отличие от акционеров с опытом инвестирования до 3 лет, у «опытных» самым распространённым негативным опытом являются: замороженные активы (65%), убытки (64%). С банкротством эмитентов сталкивались 9% «новичков» и 25% «опытных» инвесторов.



Рисунок 35 - Распределение ответов на вопрос «Какой негативный опыт инвестирования у Вас был?»

Источник: составлено авторами

57% «новичков» и 65% «опытных» акционеров относят себя к инвестиционному типу «Медведь», который характеризуется тем, что ожидает увеличения рыночной цены конкретной ценной бумаги или актива (рисунок 36).



Рисунок 36 - Распределение ответов на вопрос «К какому типу инвесторов Вы себя относите на фондовом рынке?»

Источник: составлено авторами

Каждый второй «опытный» акционер поделился опытом, что в процессе своей инвестиционной деятельности больше заработал, чем потерял (48%), чего не скажешь о

«новичках» (27%) (рисунок 37). Большинство акционеров с опытом инвестирования до 3 лет остались при том же объеме средств (37%), среди инвестирующих больше 3 лет таких оказалось 26%.

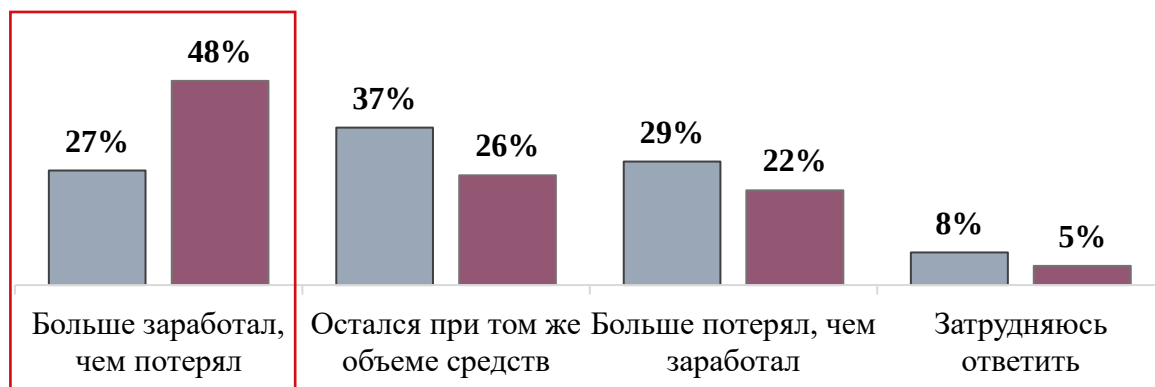


Рисунок 37 - Распределение ответов на вопрос «Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода)»
Источник: составлено авторами

Дифференциации в ответах инвесторов с опытом до и больше 3 лет не обнаружено по вопросам:

- о более предпочтительных видах дохода;
- о влиянии ставки по депозиту на их инвестиционную активность;
- о том, какой частью портфеля акций они торгуют активно, насколько часто совершают сделки на бирже за последний год;
- о совершаемых действиях перед покупкой или продажей ценных бумаг;
- о желании получать прямой доступ на биржу при совершении инвестиционных операций;
- об оценках эмитентов;
- об оценках наиболее перспективных отраслей в экономике;
- об опыте использования услуг финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов.

2.4. Особенности «потенциальных инвесторов» и «не инвесторов»

У 25% опрошенных отсутствуют какие-либо инструменты на российском фондовом рынке. Среди них:

- 41% имеют высшее образование на уровне бакалавриата/специалитета;
- 98% имеют рублевые банковские инструменты в России;
- меньше 10% имеют валютные банковские инструменты в России (8%), зарубежные банковские (2%) и инвестиционные (1%) инструменты, металлические счета (3%) и криптовалюту (4%);

- 80% имеют сбережения в России на сумму до 5 млн. рублей: 24% – до 500 000 рублей, 26% - от 500 000 рублей до 1 млн. рублей, 30% - от 1 до 5 млн. рублей.

- Категория граждан, не имеющих каких-либо инструментов на российском фондовом рынке, представлена через 2 группы:

- группа «Потенциальные инвесторы»

- группа «Не инвесторы»

В первой группе выявлены категории граждан:

- 1) «Планирующие» инвестировать в акции на горизонте 3-х лет (далее – «Планирующие») - **26%** от количества не акционеров (66% мужчин, 34% женщин);

- 2) «Нерешительные», которые имеют счет у российского брокера, но по той или иной причине не вкладывают средства в акции (далее – «Нерешительные») - **22%** от количества не акционеров (76% мужчин, 24% женщин).

Кем являются «Планирующие» и «Нерешительные» опрошенные:

- обслуживаются в массовом сегменте 79% и 83% соответственно,
- клиентами премиального сегмента являются 14% и 16% соответственно,
- представителями прайвет сегмента являются по 1% в каждой подкатегории потенциальных инвесторов.

«Потенциальные инвесторы» изучены по ряду характеристик.

Характеристика 1 – мотивы инвестирования.

Главным мотивом будущего инвестирования для абсолютного большинства «Планирующих» является стремление получить источник пассивного дохода (81%) (рисунок 38). Формирование финансовой подушки (60%) и сохранение собственного капитала от инфляции (49%) тоже являются побуждающими факторами для старта инвестирования в будущем.

В меньшей мере мотивируют заняться инвестиционной деятельностью возможности в виде создания пенсионных накоплений (29%), получения знаний и навыков в новой сфере финансового рынка (23%) и краткосрочных накоплений для какой-либо цели (19%).

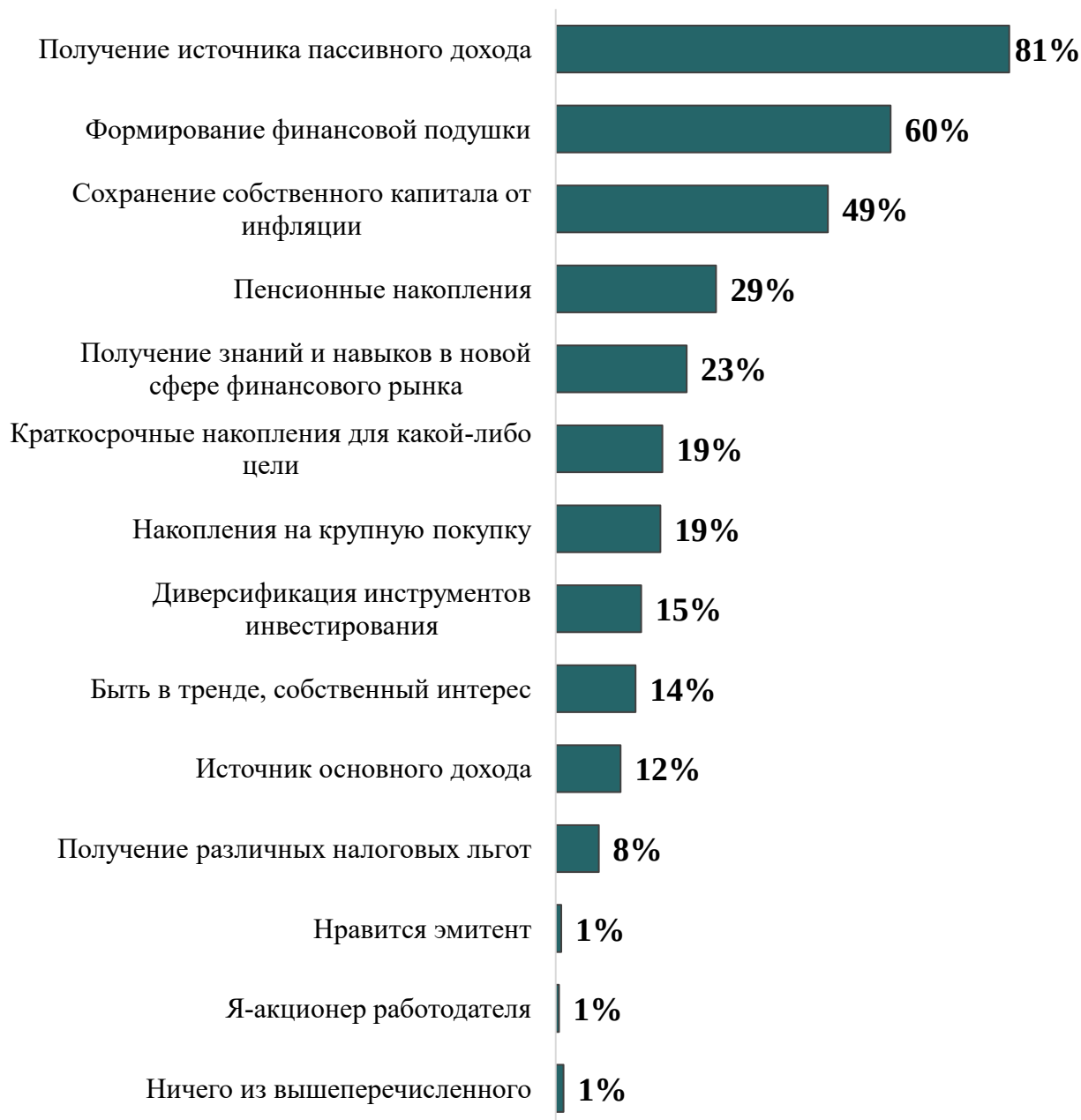


Рисунок 38– Мотивы «Планирующих» для начала инвестиционной деятельности в будущем

Источник: составлено авторами

Характеристика 2 – самооценка компетентности в сфере инвестирования.

Средние оценки «Планирующих» своей образованности в сфере инвестиций и опыту инвестирования находятся на низком уровне – 1,79 и 1,53 из 5 возможных соответственно.

Основными источниками базовых знаний в сфере инвестиционного поведения для них являются группы, сообщества и каналы финансовой направленности в социальных сетях (48%), официальные интернет-сайты, приложения банков, предоставляющие возможность инвестировать (34%) (рисунок 39).

¹/₅ часть «Планирующих» не имеет базовых знаний по инвестированию.

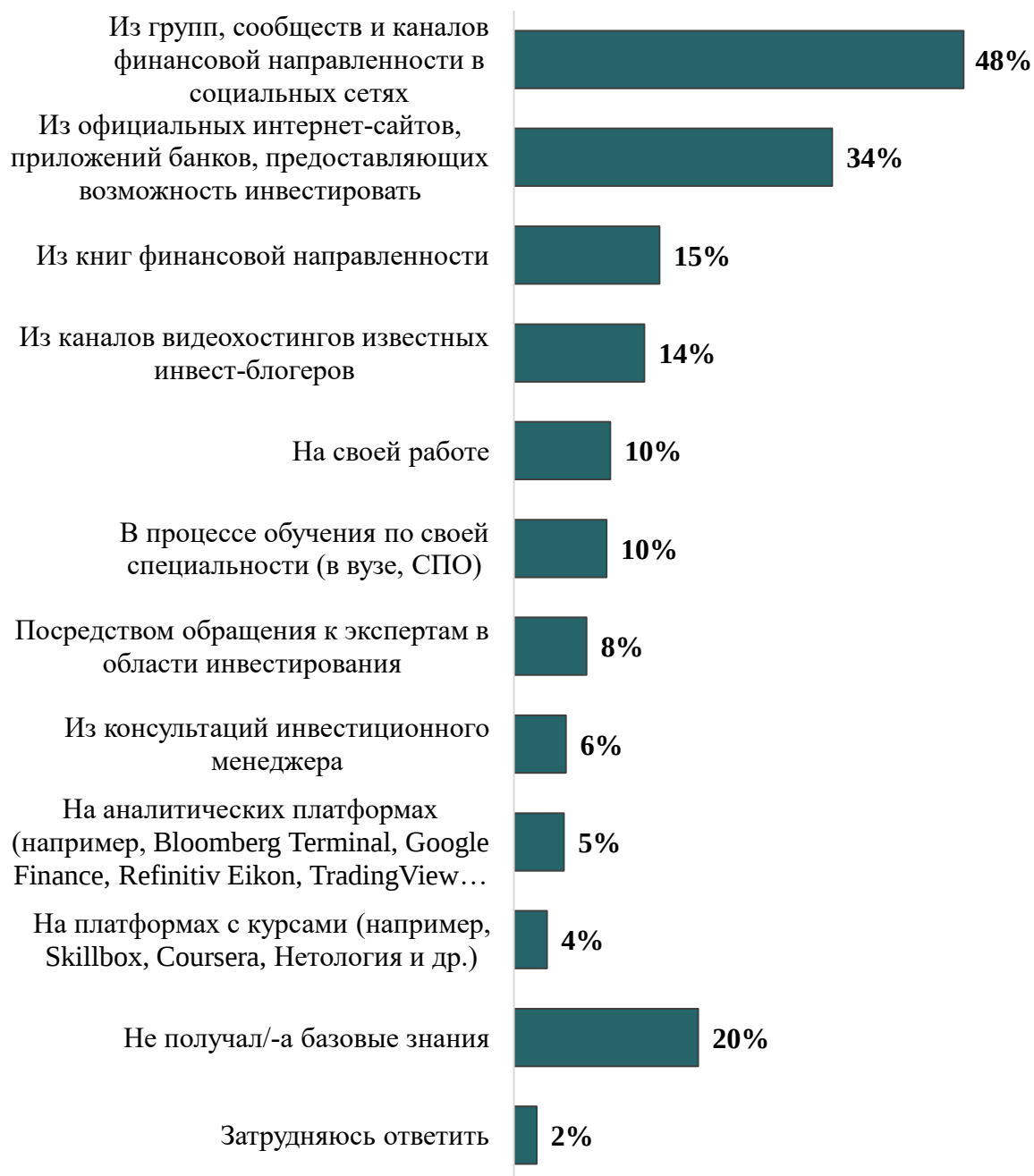
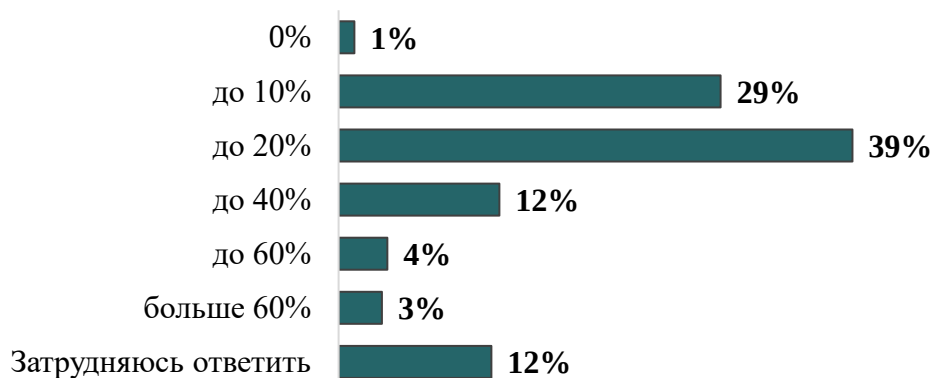


Рисунок 39– Источники базовых знаний в сфере инвестиционного поведения «Планирующих»

Источник: составлено авторами

Характеристика 3 – объемы инвестиций в акции.

Большинство «Планирующих» хотели бы инвестировать в акции до 20% своего дохода (десятую часть дохода изъявили желание инвестировать 29%, пятую - 39%) (рисунок 40). Каждый восьмой хотел бы вкладывать до 40% дохода, и столько же затруднились ответить на заданный вопрос.



*Рисунок 40 – Максимальная доля от личного дохода, которая может быть инвестирована в акции «Планирующими»
Источник: составлено авторами*

Характеристика 4 – препятствия для инвестирования в акции.

Участию «Планирующих» в акционерном обществе препятствуют, в первую очередь, недостаток знаний о финансовых инструментах (63%), а во вторую очередь – высокие ставки по депозитам и недостаток собственного дохода (34% и 32% соответственно) (рисунок 41). Причем мужчины чаще обращают внимание на фактор ставок по депозитам, чем женщины (38% и 25% соответственно).

24% респондентов из данной категории указывают на низкую прозрачность и стабильность дивидендных выплат (24%).

В то же время «Нерешительных» от инвестирования в акции останавливают высокие ставки по депозитам (51%), недостаток знаний о финансовых инструментах (39%), а также низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат (31%). «Нерешительных» мужчин чаще, чем «Нерешительных» женщин, останавливают высокие ставки по депозитам (53% и 41% соответственно), при этом женщины данной категории чаще обращают внимание на недостаток знаний о финансовых инструментах, чем мужчины (48% и 36% соответственно).



Рисунок 41 – Препятствия для инвестирования в акции «Планирующими» и «Нерешительными»

Источник: составлено авторами

Характеристика 5 – максимальная комфортная цена 1 акции.

Большинство «Планирующих» считают комфортной цену за одну акцию до 1 тысячи рублей (34%) (рисунок 42). До 5 тысяч рублей готовы заплатить 29% респондентов, а до 10 тысяч рублей – 9%. Цена акции не важна для 14%.

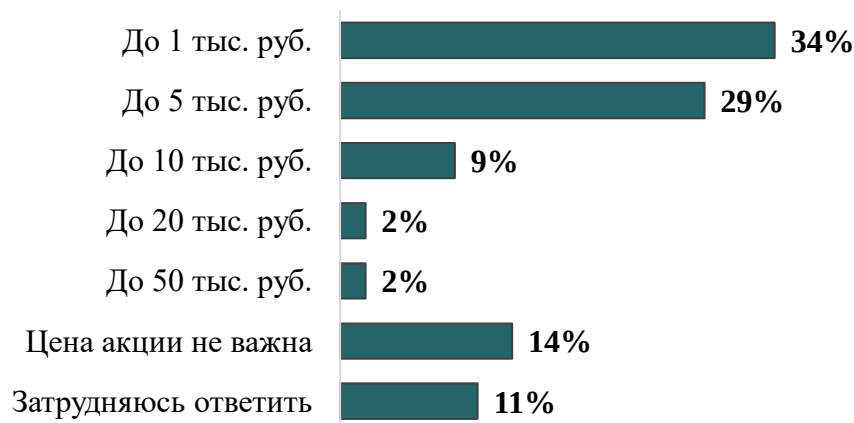


Рисунок 42 – Максимальная цена 1 акции, которая считается комфортной для «Планирующих»
Источник: составлено авторами

Характеристика 6 – предпочтительный вид дохода с акций.

Наиболее предпочтительным видом дохода от будущих инвестиций являются дивиденды - их назвали более половины «Планирующих» участников исследования (61%) (рисунок 43).

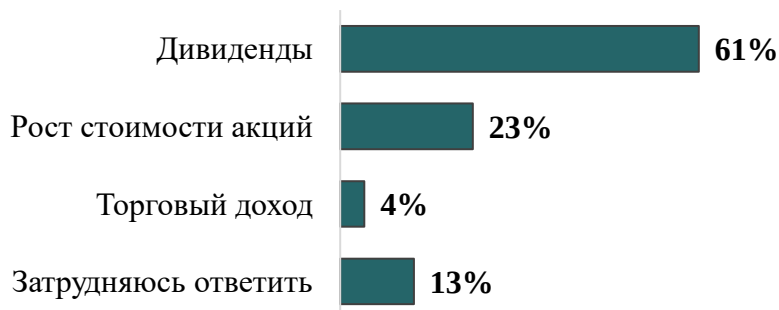


Рисунок 43 – Предпочтительный вид дохода для «Планирующих»
Источник: составлено авторами

Характеристика 7 – общественные дискурсы в мире инвестиций.

Сдерживает людей от инвестирования в фондовый рынок множество факторов. По мнению потенциальных инвесторов, топ-5 сдерживающих факторов (рисунок 44):

1. Высокая рискогенность инвестиционной деятельности («Планирующие» - 49%, «Нерешительные» - 58%),
2. Недостаток знаний («Планирующие» - 48%, «Нерешительные» - 42%),
3. Привлекательность вкладов в сравнении с инвестициями («Планирующие» - 33%, «Нерешительные» - 47%),
4. Отсутствие сбережений («Планирующие» - 36%, «Нерешительные» - 38%),
5. Требование большого количества времени («Планирующие» - 20%, «Нерешительные» - 25%).

«Планирующие женщины» чаще отмечают отсутствие специализированных знаний как сдерживающий от инвестирования фактор, чем мужчины (58% и 42% соответственно).

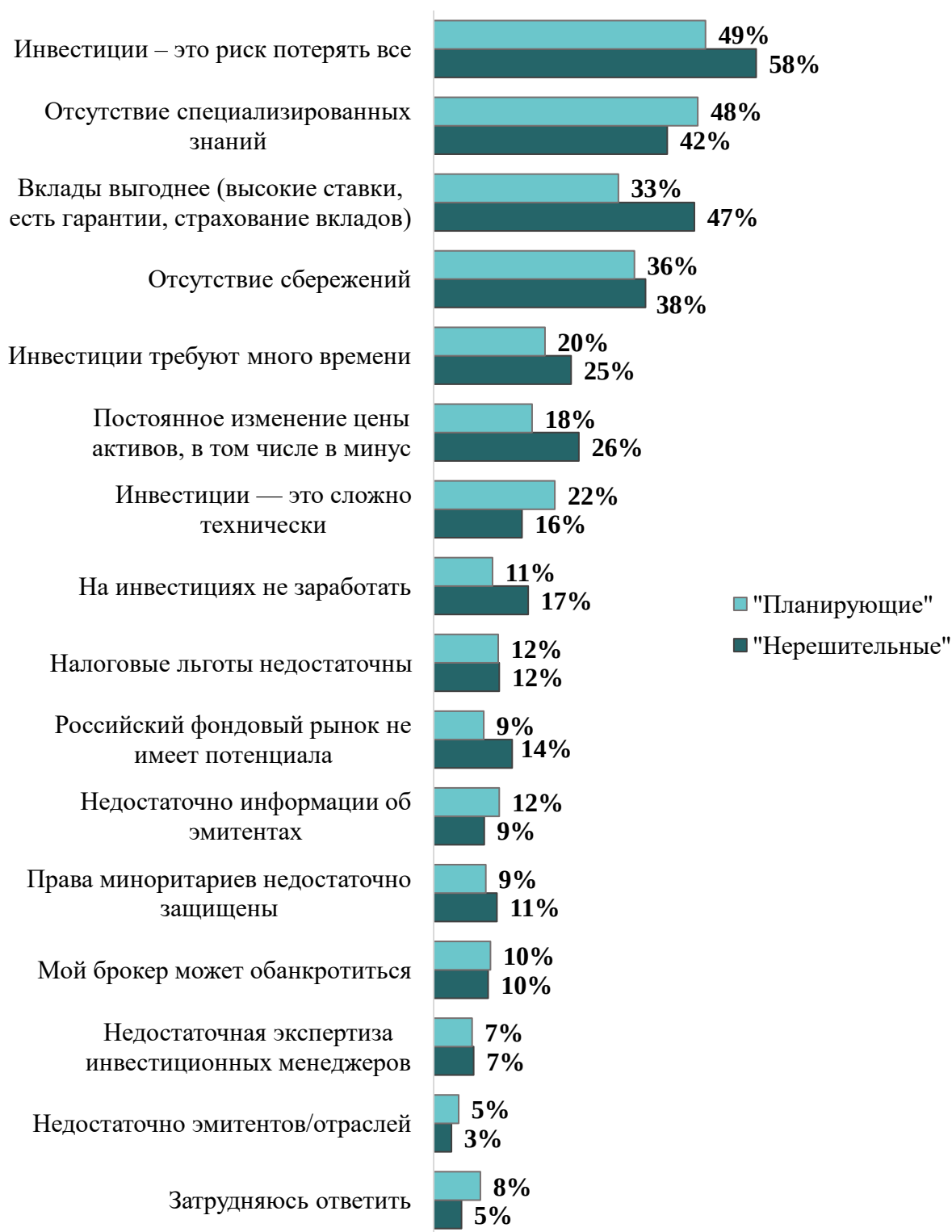


Рисунок 44 – Сдерживающие от инвестирования в фондовый рынок факторы для «Планирующих» и «Нерешительных»

Источник: составлено авторами

Характеристика 8 – характеристика инвестиционного поведения «потенциальных акционеров».

Получать информацию о сделках успешных инвесторов хотели бы 36% «Планирующих» и 25% «Нерешительных», каждый десятый потенциальный инвестор

изъявил желание вступить в Программу долгосрочных сбережений или присоединиться к негосударственному пенсионному обеспечению («Планирующие» - 10%, «Нерешительные» - 10%) (рисунок 45). Выбрать утверждение, которое отражало бы финансовые установки участников исследования, затруднилась треть «планирующих» опрошенных (35%), что может быть обусловлено низким уровнем осведомленности в вопросах инвестиционного поведения.



Рисунок 45 – Доля согласных с предложенными утверждениями среди «Планирующих» и «Нерешительных»

Источник: составлено авторами

Характеристика 8 – оценка наиболее перспективных отраслей в экономике.

Наиболее перспективной отраслью в экономике, по мнению потенциальных инвесторов, является промышленность («Планирующие» - 56%, «Нерешительные» - 54%) (рисунок 46). «Планирующие» также отметили сферы связи/телекоммуникаций (40%),

информационно-вычислительного обслуживания (40%), а также строительства (34%). «Нерешительные» выделили информационно-вычислительное обслуживание (43%), связь/телекоммуникации (36%), сельское/лесное хозяйство и строительство (30% и 30% соответственно). У «Планирующих» мужчин ярче выражена установка в перспективности промышленной сферы, чем у женщин (60% и 49% соответственно).



Рисунок 46 – Перспективные отрасли в экономике, по оценкам «Планирующих» и «Нерешительных»

Источник: составлено авторами

В группе «Не инвесторов» выявлена такая категория граждан, как **не планирующие** инвестировать в акции на горизонте 3-х лет (далее – «Непланирующие») - **74%** от количества не акционеров (56% мужчин, 44% женщин).

Кем являются «Непланирующие» опрошенные:

— обслуживаются в массовом сегменте 83%,

- клиентами премиального сегмента являются 10%,
- представителями прайвек сегмента является 1%.

«Непланирующие» изучены по ряду характеристик.

Характеристика 1 – барьеры для инвестирования в акции.

На решение не становиться акционером среди «Непланирующих» чаще всего влияют следующие барьеры (рисунок 47):

- недостаток знаний о финансовых инструментах (51%),
- недостаток собственного дохода (37%),
- низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат (29%),
- высокие ставки по депозитам (27%).

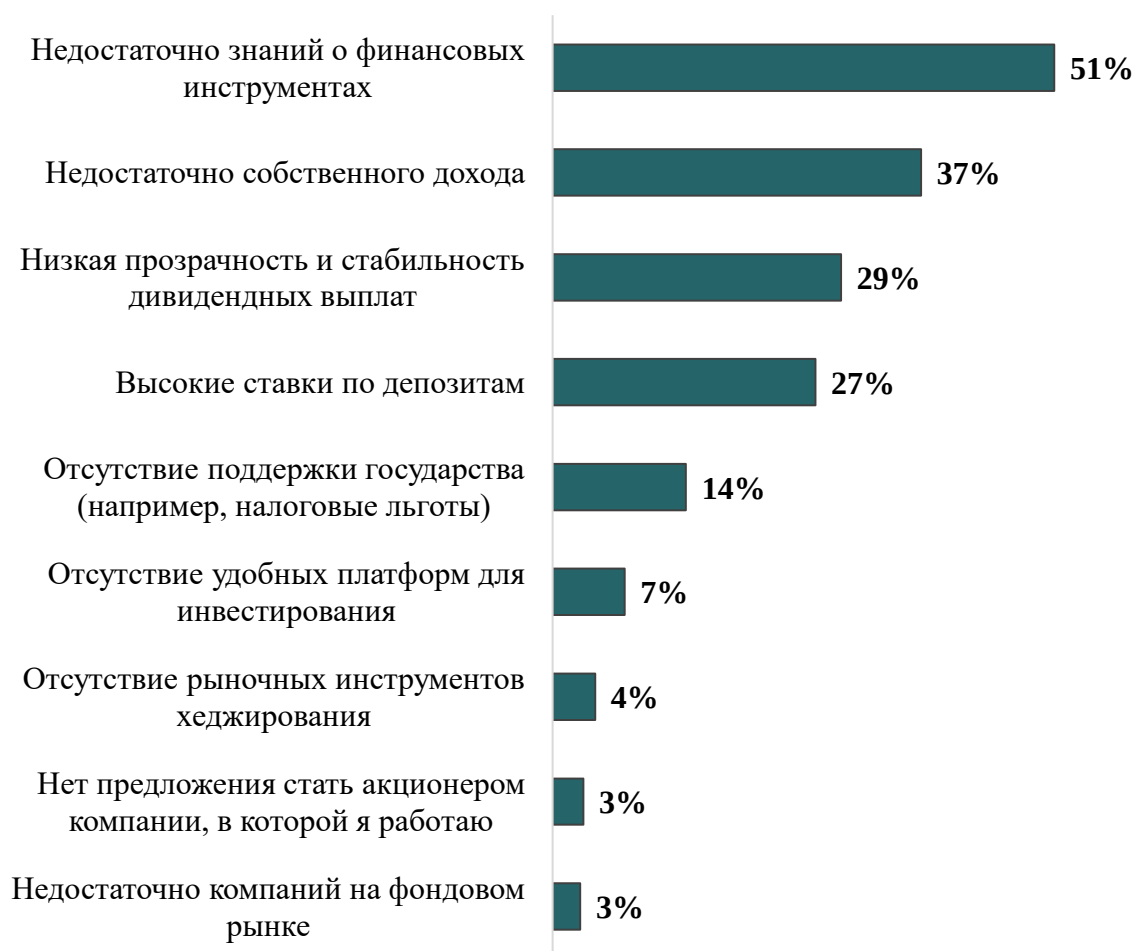


Рисунок 47 – Барьеры для инвестирования в акции среди "Непланирующих"

Источник: составлено авторами

Характеристика 2 – оценка наиболее перспективных отраслей в экономике.

Наиболее перспективными в экономике отраслями, по мнению респондентов, которые не планируют становиться инвесторами на рынке акций, являются промышленность (49%), информационно-вычислительное обслуживание (39%), строительство (30%) и связь/телекоммуникации (30%) (рисунок 48). "Аутсайдерами" же

считаются общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка (4%) и культура и искусство (2%).

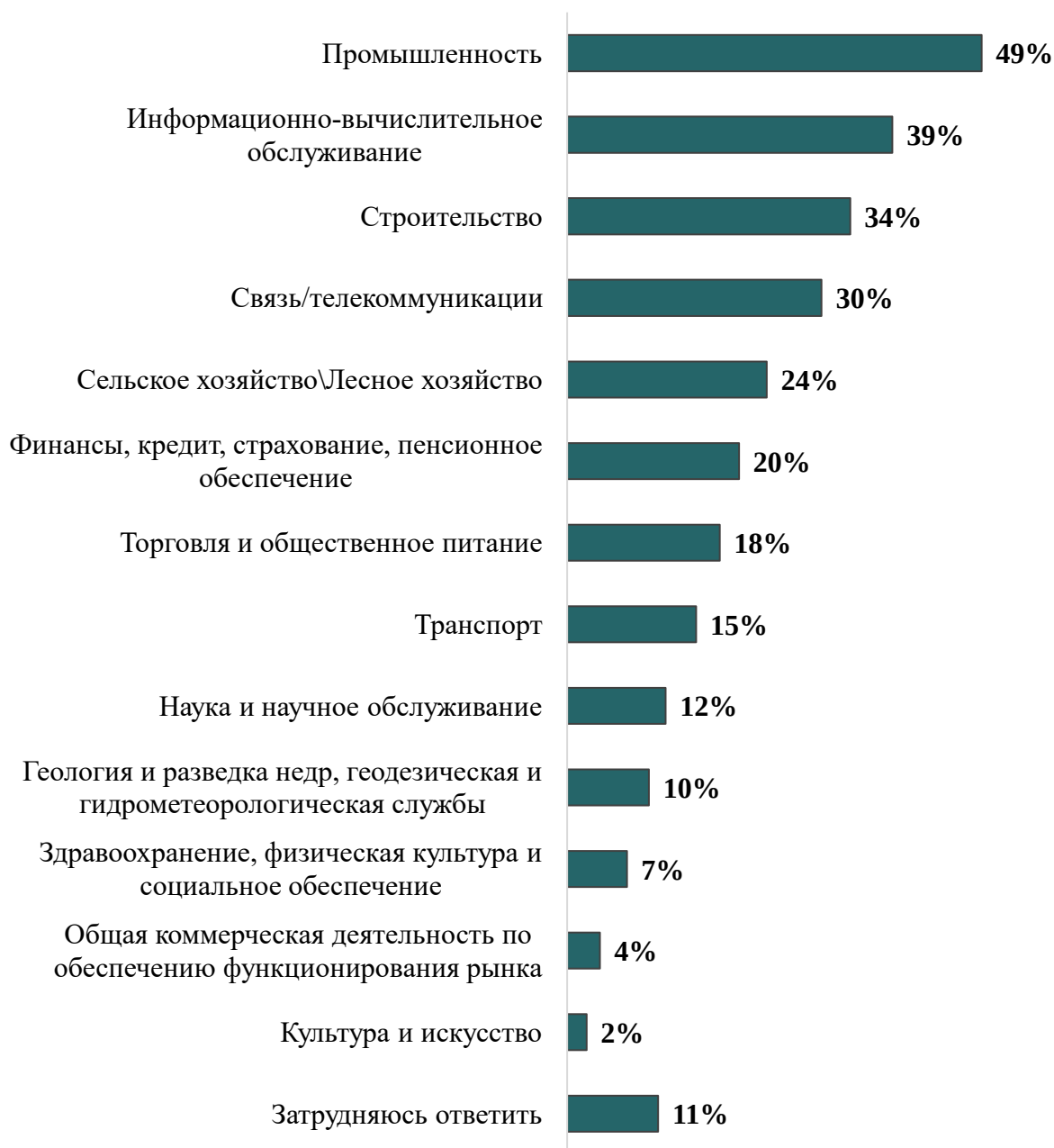


Рисунок 48 – Наиболее перспективные отрасли в экономике, по оценкам "Непланирующих"

Источник: составлено авторами

Характеристика 3 – факторы, сдерживающие от инвестирования в фондовый рынок.

Каждый второй респондент, незаинтересованный во вхождении на рынок акций в горизонте 3-х лет, считает, что от инвестирования в фондовый рынок людей сдерживает опасение потерять все (57%) (рисунок 49). 42% опрошенных видят причину в отсутствии специализированных знаний, 32% - в сравнительной выгоде вкладов, а 31% - в отсутствии сбережений.

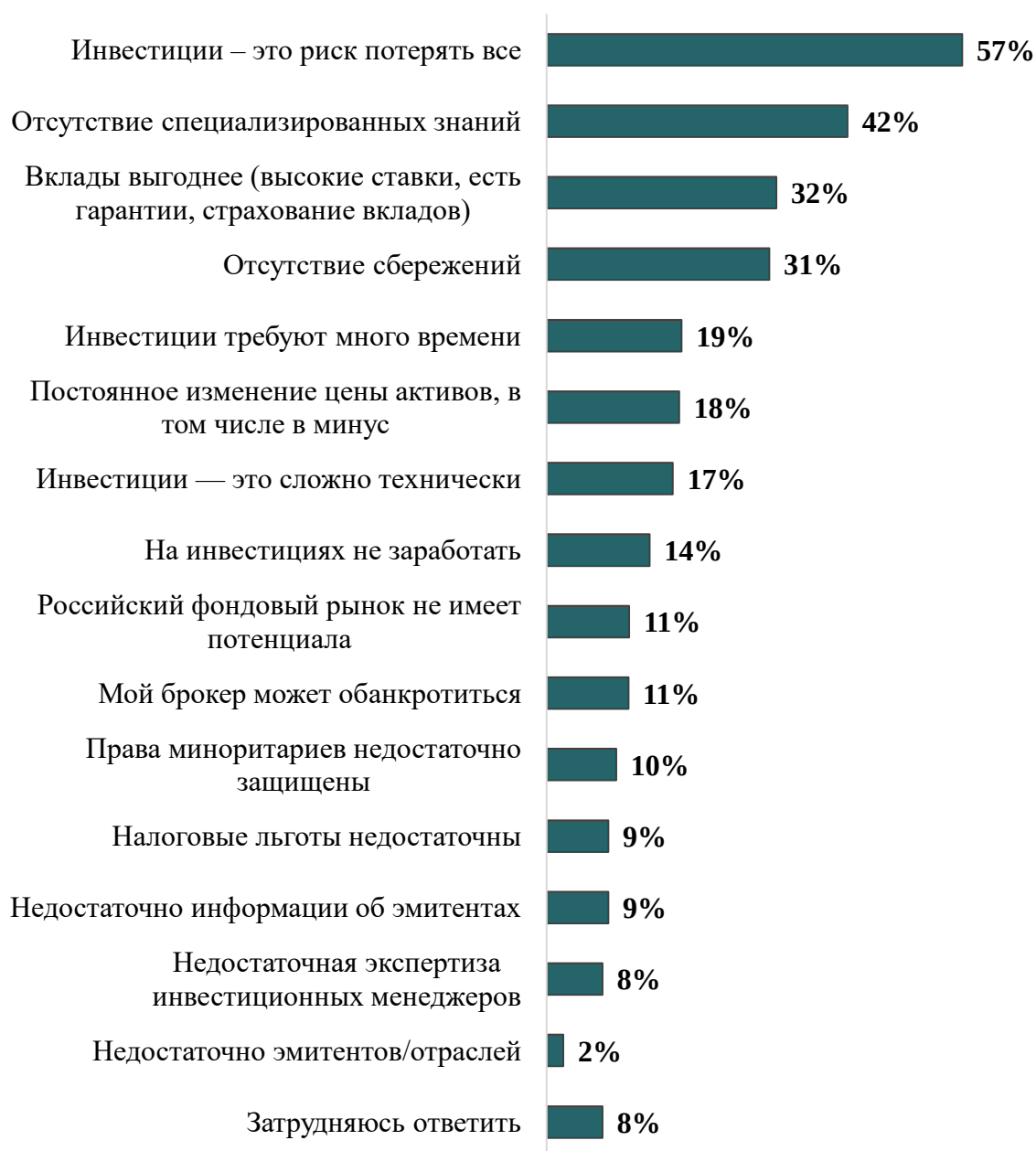


Рисунок 49 – Факторы, сдерживающие людей от инвестирования, по мнению "Непланирующих"

Источник: составлено авторами

Характеристика 4 – характеристика инвестиционного поведения «не инвесторов».

Лишь 14% опрошенных, которые не планируют инвестировать в акции в горизонте 3-х лет, хотели бы получать информацию о сделках успешных инвесторов (рисунок 50). Меньше 10% респондентов хотели бы вступить в ПДС (7%), стать сотрудником-акционером организации, работником которой являются (6%).

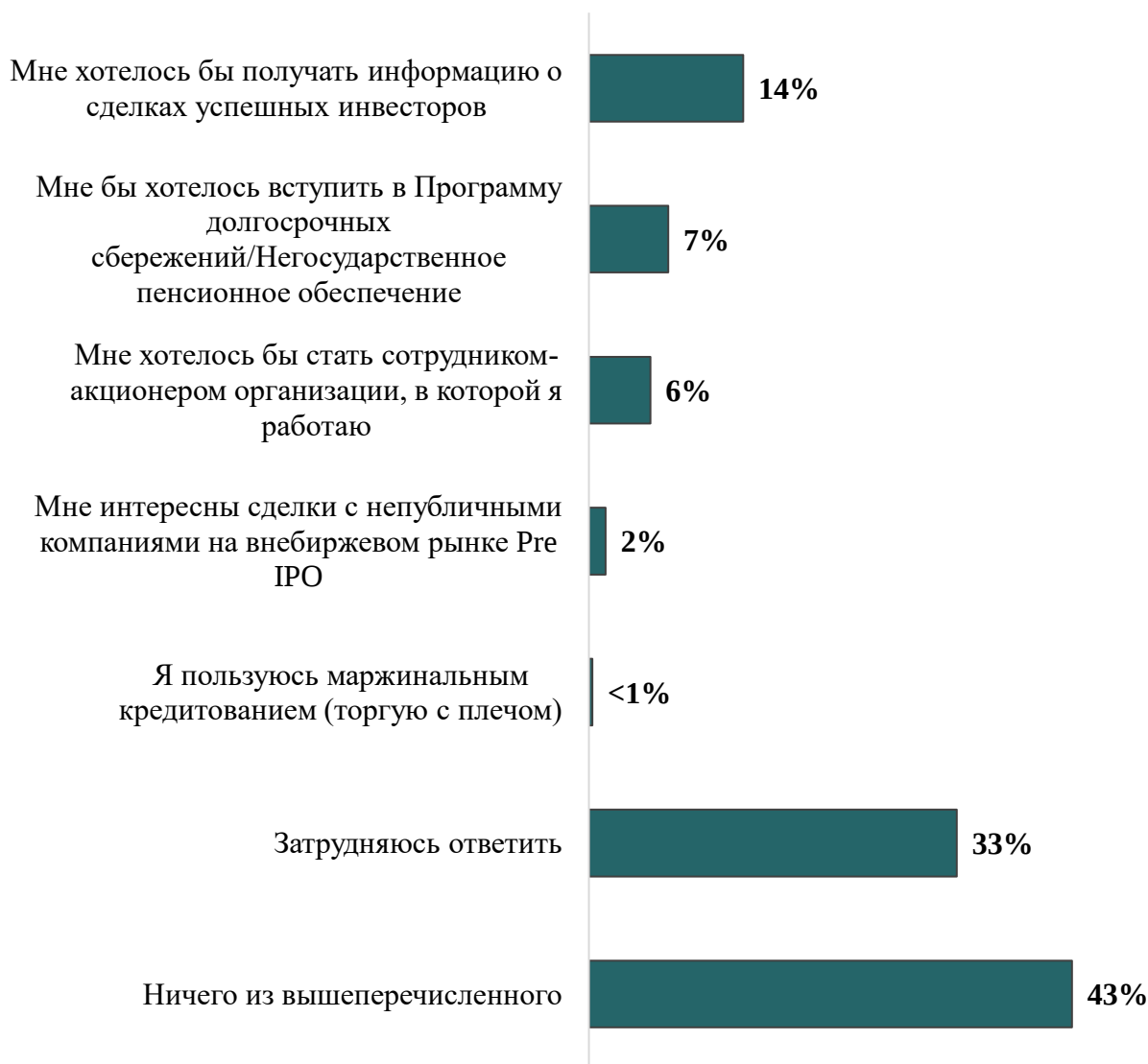


Рисунок 50 – Доли согласных с различными суждениями инвестиционной направленности среди "Непланирующих"

Источник: составлено авторами

Анкета исследования представлена в Приложении Б.4.

2.5. Факторный анализ

Для более глубокого понимания особенностей инвестиционного поведения инвесторов была проведена процедура факторного анализа, суть которой заключается в классификации признаков (переменных), в объединении переменных, сильно коррелирующих между собой, другими словами, в «сжатии» информации.

По результатам проведенного факторного анализа, были получены 4 основных фактора:

- **«Компетентность».** Данный фактор основывается на вопросах «Каков Ваш общий опыт инвестирования?» и «Пожалуйста, оцените Ваши качества в сфере инвестиций» (Образованность в сфере инвестиций; Опыт инвестирования), и в смысловом аспекте включает в себя опыт инвестирования как стаж (временной интервал

занятия инвестициями) и субъективная оценка своего опыта инвестирования, а также оценка образованности в сфере инвестиций. Фактор показывает, насколько инвестор компетентен в сфере инвестиций, насколько он опытен.

- **«Представленность и прозрачность эмитентов».** Фактор основывается на вопросе *«Как Вам кажется, на каком уровне...» (Прозрачна информация по эмитентам; Достаточно представлено эмитентов на российском рынке акций)*. Он демонстрирует на каком уровне, в восприятии инвесторов, находится насыщенность российского рынка акций эмитентами, а также уровень прозрачности информации по эмитентам.

- **«Удобство торговли на бирже».** Этот фактор построен на вопросе *«Оцените уровень удобства» (Последний опыт открытия брокерского счета; Торговля (процесс купли-продажи через брокера))*. Показывает восприятие инвесторов удобства последнего опыта открытия брокерского счета, а также процесса торговли через брокера.

- **«Использование инвестиционных инноваций».** В основе данного фактора лежит вопрос *«Оцените, пожалуйста, каким был Ваш опыт при...» (Осуществлении торговых операций через робота; Использовании сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестирования)*. Фактор позволяет оценить восприятие инвесторами собственного опыта при использовании таких инвестиционных технологий как торговые операции через робота и сервисы подписок с готовыми стратегиями инвестирования.

Для групп инвесторов «биржевые», «одиночки» и потенциальные инвесторы были сформированы вышеупомянутые факторы.

Для группы **«биржевые» инвесторы** были определены следующие факторы: «компетентность», «представленность и прозрачность эмитентов», «удобство торговли на бирже», «использование инвестиционных инноваций».

Фактор 1 – «Компетентность».

Было проведено ранжирование по значениям данного фактора. Инвесторы были разделены на 5 групп по выраженности факторов: 1 группа – «Некомпетентные», 2 группа – «Скорее некомпетентные», 3 группа – «Компетентны на среднем уровне», 4 группа – «Скорее компетентные», 5 группа – «Компетентные».

Чтобы рассмотреть то, насколько влияет фактор «Компетентность» на поведение инвесторов, были построены таблицы сопряженности, где процентное распределение инвесторов из 1 группы - «Некомпетентные» и 5 группы - «Компетентные» сравнивались со значениями по всей выборке. Ниже представлены наиболее значимые различия (таблица 3).

Половина «компетентных» инвесторы готовы размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиций – рациональное инвестиционное поведение (50%), в то

время как у «некомпетентных» инвесторов инвестиционное поведение «размыто», и они почти в равной степени консервативны (28%), умерены (32%), рациональны (34%). При этом важно отметить, что у «компетентной» группы (64%) чаще «некомпетентной» группы (22%) встречается позитивный опыт (больше заработал, чем потерял).

Таблица 3. Различия между группами «Некомпетентные» и «Компетентные»

Вопрос		В целом по выборке	1 группа	5 группа
Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени:	Главная цель — сохранение и защита сбережений, временной горизонт невелик, готов размещать средства только в безрисковые инструменты (консервативный)	17%	28%	10%
	Главная цель - получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готов размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (умеренный)	28%	32%	24%
	Готов размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (рациональный)	46%	34%	50%
Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода):	Больше заработал, чем потерял	42%	22%	64%
	Больше потерял, чем заработал	26%	39%	16%
	Остался при том же объеме средств	32%	40%	20%

«Компетентные» инвесторы, которые инвестируют в акции от 1% до 60% своего дохода, признают высокие ставки по депозитам как главный фактор, препятствующий более активному инвестированию (65%), в то время как «некомпетентные» заявляют, как о преграде недостаток знаний о финансовых инструментах (57%) (таблица 4). При этом для большинства «некомпетентных» инвесторов максимальная комфортная цена акции составляет до 1 тыс. руб. (44%), а для «компетентных» цена акции не важна (33%).

Таблица 4. Различия между группами «Некомпетентные» и «Компетентные»

Вопрос		В целом по выборке	"Некомпетентные" (1 группа)	"Компетентные" (5 группа)
Что в настоящее время является для Вас препятствием для еще более активного инвестирования в акции?	Высокие ставки по депозитам	58%	47%	65%
	Недостаточно знаний о финансовых инструментах	33%	57%	10%
Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя?	До 1 тыс. руб.	32%	44%	23%
	Цена акции не важна	21%	11%	33%

Аналогично в группе инвесторов, которые вкладывают в акции более 60% своего дохода: половина «некомпетентных» инвесторов (50%) считают для себя максимальную комфортную цену акции – до 1 тыс. рублей, тогда как для большинства «компетентных» (47%) цена акции не важна (таблица 5).

Таблица 5. Различия между группами «Некомпетентные» и «Компетентные»

Вопрос		В целом по выборке	"Некомпетентные" (1 группа)	"Компетентные" (5 группа)
Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя?	До 1 тыс. руб.	24%	50%	11%
	Цена акции не важна	35%	29%	47%

Фактор 2 – «Удобство торговли на бирже»

Фактор «Удобство торговли на бирже» также включал в себя 5 групп, где у 1 группы удобство торговли на бирже воспринимается на низком уровне, а у 5 группы на высоком уровне.

Инвесторы, оценившие высоко уровень удобства на бирже, признались, что не хотели бы получить прямой доступ на биржу, при этом для них нет разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера (таблица 6).

Таблица 6. Различия между группой «Высокий уровень» и выборкой в целом

Вопрос		В целом по выборке	"Высокий уровень" (5 группа)
Хотели бы Вы получить прямой доступ на биржу при совершении инвестиционных операций?	Да, хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера	28%	21%
	Да, хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера	25%	20%
	Нет, не хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера	13%	16%
	Нет, не хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера	33%	44%

Фактор 3 - «Использование инвестиционных инноваций»

После ранжирования фактора «Использование инвестиционных инноваций» были получены 5 групп по степени выраженности вышеупомянутого фактора, где 1 группа – «Новички», а 5 группа – «Профи».

Группа инвесторов «Новички» инвестируют в акции в основном до 10% своего дохода, при этом максимальный процент, который они хотели бы инвестировать, находится также на отметке до 10%. Почти треть «новичков» за последний год инвестировали реже, чем в квартал (29%). Группа инвесторов «Профи» инвестируют в акции в основном до 40% своего дохода, при этом максимально они хотели бы инвестировать больше 60%.

Таблица 7. Различия между группами «Новички» и «Профи»

Вопрос		В целом по выборке	«Новички» (1 группа)	«Профи» (5 группа)
Процент, который инвестирую в акции	0%	6%	24%	0%
	до 10%	47%	75%	7%
	до 40%	11%	0%	26%
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать	0%	2%	12%	0%
	до 10%	14%	63%	1%
	больше 60%	10%	0%	39%
Как часто Вы совершали сделки на бирже за последний год?	Ежедневно	6%	6%	8%
	Еженедельно	23%	16%	25%
	Ежемесячно	40%	33%	39%
	Ежеквартально	14%	16%	14%
	Реже, чем раз в квартал	17%	29%	14%

Для группы «одиночки» инвесторы были определены следующие факторы: «Компетентность»; «Представленность и прозрачность эмитентов»; «Использование инвестиционных инноваций».

Фактор 1 – «Компетентность»

«Компетентные» инвесторы, чаще «некомпетентных» изучают новости рынка в целом, изучают новости о компании, анализируют график цен, объем торгов.

Рассматривая поведение инвесторов, можно отметить, что «некомпетентные» чаще проявляют консервативное инвестиционное поведение, «компетентные», в свою очередь, чаще проявляют умеренное. При это почти половина «некомпетентных» больше потеряли, чем заработали (45%), в то время как почти половина «компетентных» больше заработали, чем потеряли (44%).

Тип инвесторов «Бык» - самый распространенный тип среди обеих групп инвесторов по компетентности (таблица 8). Однако среди «некомпетентных» 13% отнесли себя к типу «Медведь», а 15% «компетентных» - к скальперам/детрейдерам.

Фактор 2 - «Использование инвестиционных инноваций»

Превалирующие число инвесторов в 1 группе «Новички» (инвесторы, имеющие отрицательный опыт использования таких инвестиционных технологий как торговые операции через робота и сервисы подписок с готовыми стратегиями инвестирования) инвестируют в акции 0% своего дохода, тогда как в 5 группе «Профи» таких всего 1% (таблица 9).

Опыт «Новичков» на фондовом рынке чаще связан с убытками.

Таблица 8. Различия между группами «Некомпетентные» и «Компетентные»

Вопрос		В целом по выборке	1 группа	5 группа
Перед покупкой или продажей ценных бумаг я:	Изучаю новости рынка в целом	45%	28%	52%
	Изучаю новости о компании	37%	26%	48%
	Анализирую графики цен, объем торгов	28%	12%	39%
К какому типу инвесторов Вы себя относите на фондовом рынке?	Бык — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива увеличится	85%	87%	82%
	Медведь — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива упадет	9%	13%	3%
	Скальпер/Дейтрейдеры — это активный участник торгов	5%	0%	15%
Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода):	Больше заработал, чем потерял	26%	7%	44%
	Больше потерял, чем заработал	30%	45%	22%
	Остался при том же объеме средств	44%	48%	34%

Таблица 9. Различия между группой «Новички» и группой «Профи»

Вопрос		В целом по выборке	1 группа	5 группа
Какой процент от Вашего дохода Вы инвестируете в акции?	0%	26%	79%	1%
Какой негативный опыт инвестирования у Вас был?	Убытки	51%	54%	38%
	Падение стоимости портфеля выше ожидаемого	50%	49%	64%
Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода):	Больше заработал, чем потерял	26%	22%	35%
	Больше потерял, чем заработал	30%	45%	33%

Фактор 3 - «Представленность и прозрачность эмитентов»

Инвесторы с низким уровнем восприятия представленности и прозрачности эмитентов в основном инвестируют до 10% своего дохода или даже меньше - 0%. Максимальный желаемый процент для четверти инвесторов этой группы 0%. Для инвесторов с высоким уровнем восприятия представленности и прозрачности эмитентов максимальный желаемый процент находится в диапазоне до 20% (таблица 10).

При этом важно отметить, что у инвесторов 1 группы «низкий уровень», в отличие от 5 группы «высокий уровень» и выборки в целом, чаще встречается плохой опыт инвестирования и убытки.

Для группы **потенциальных инвесторов** были определены следующие факторы: «компетентность», «представленность и прозрачность эмитентов».

Фактор 1 – «Компетентность»

Потенциальные инвесторы в большей степени в сравнении с другими инвесторами инвестируют по совету лидеров мнений (блогеров); им не интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке и им не хотелось бы стать сотрудником-

акционером организации, в которой они работают, но они признаются, что им хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов (таблица 11). Главной причиной, по которой данная группа респондентов не инвестирует – недостаточность знаний о финансовых инструментах.

Таблица 10. Различия между группой «Низкий уровень» и группой «Высокий уровень»

Вопрос		В целом по выборке	1 группа	5 группа
Процент, который инвестирую в акции	0%	26%	41%	13%
	до 10%	47%	37%	56%
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать	0%	9%	25%	4%
	до 10%	22%	12%	24%
	до 20%	30%	23%	37%
Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны:	У меня был плохой опыт инвестирования	39%	54%	32%
Какой негативный опыт инвестирования у Вас был?	Убытки	51%	60%	44%
	Падение стоимости портфеля выше ожидаемого	50%	42%	67%

Таблица 11. Различия между группой «Компетентные» и выборкой в целом

Вопрос		В целом по выборке	"Низкий уровень" (1 группа)
Ваши базовые знания в области инвестиций были получены	Из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать	43%	31%
Какие из представленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим?	Формирование финансовой подушки	61%	49%
	Сохранение собственного капитала от инфляции	49%	34%
Учет Ваших активов в разных банках/брокеров ведется с использованием:	Пользуюсь одним банком/брокером	29%	40%
	Онлайн-банкинга и брокерских платформ	16%	4%

Фактор 2 - «Представленность и прозрачность эмитентов»

Те инвесторы, которые отмечают высокий уровень представленности эмитентов и высокий уровень прозрачности по ним на рынке акций, чаще других инвесторов выбирают отсутствие поддержки государства как препятствие для инвестирования в акции (таблица 12).

Инвесторы, кто оценил представленность и прозрачность эмитентов на низком уровне, чаще других инвесторов пользуются лишь одним банком/брокером и реже используют онлайн-банкинг и брокерские платформы.

Таблица 12. Различия между группой «Высокий уровень» и «Низкий уровень»

Вопрос		В целом по выборке	1 группа	5 группа
Какие из представленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим?	Формирование финансовой подушки	61%	49%	72%
	Диверсификация инструментов инвестирования	16%	9%	27%
Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции?	Недостаточно знаний о финансовых инструментах	66%	68%	40%
	Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)	19%	9%	28%
Учет Ваших активов в разных банках/брокеров ведется с использованием:	Пользуюсь одним банком/брокером	29%	40%	26%
	Онлайн-банкинга и брокерских платформ	16%	4%	22%

ПРИЛОЖЕНИЕ Б.1

Таблица Б.1.1 – Регион проживания

Регион РФ	Количество	Доля от выборки	Регион РФ	Количество	Доля от выборки
1	2	3	4	5	6
Москва	2861	26,8%	Брянская область	50	0,5%
Санкт-Петербург	982	9,2%	Владимирская область	65	0,6%
Севастополь	8	0,1%	Волгоградская область	113	1,1%
Республика Адыгея (Адыгея)	14	0,1%	Вологодская область	75	0,7%
Республика Алтай	11	0,1%	Воронежская область	115	1,1%
Республика Башкортостан	200	1,9%	Запорожская область	1	0,0%
Республика Бурятия	24	0,2%	Ивановская область	50	0,5%
Республика Дагестан	7	0,1%	Иркутская область	86	0,8%
Республика Ингушетия	1	0,0%	Калининградская область	95	0,9%
Кабардино-Балкарская Республика	6	0,1%	Калужская область	51	0,5%
Республика Калмыкия	6	0,1%	Кемеровская область	118	1,1%
Карачаево-Черкесская Республика	3	0,0%	Кировская область	68	0,6%
Республика Карелия	43	0,4%	Костромская область	39	0,4%
Республика Коми	60	0,6%	Курганская область	25	0,2%
Республика Крым	11	0,1%	Курская область	36	0,3%
Республика Марий Эл	31	0,3%	Ленинградская область	75	0,7%
Республика Мордовия	22	0,2%	Липецкая область	79	0,7%
Республика Саха (Якутия)	29	0,3%	Магаданская область	3	0,0%
Республика Северная Осетия - Алания	9	0,1%	Московская область	630	5,9%
Республика Татарстан (Татарстан)	249	2,3%	Мурманская область	76	0,7%
Республика Тыва	3	0,0%	Нижегородская область	266	2,5%
Удмуртская Республика	126	1,2%	Новгородская область	34	0,3%
Республика Хакасия	27	0,3%	Новосибирская область	206	1,9%
Чеченская Республика	2	0,0%	Омская область	80	0,7%
Чувашская Республика - Чувашия	91	0,9%	Оренбургская область	73	0,7%
Алтайский край	64	0,6%	Орловская область	27	0,3%
Забайкальский край	23	0,2%	Пензенская область	58	0,5%
Камчатский край	25	0,2%	Псковская область	25	0,2%
Краснодарский край	303	2,8%	Ростовская область	204	1,9%
Красноярский край	201	1,9%	Рязанская область	51	0,5%
Пермский край	161	1,5%	Самарская область	243	2,3%
Приморский край	91	0,9%	Саратовская область	130	1,2%
Ставропольский край	92	0,9%	Сахалинская область	25	0,2%
Хабаровский край	90	0,8%	Свердловская область	408	3,8%
Амурская область	31	0,3%	Смоленская область	50	0,5%
Архангельская область	105	1,0%	Тамбовская область	37	0,3%
Астраханская область	35	0,3%	Тверская область	57	0,5%
Белгородская область	58	0,5%	Томская область	68	0,6%

Продолжение таблицы Б.1.1

1	2	3	4	5	6
Тульская область	75	0,7%	Ненецкий автономный округ	2	0,0%
Тюменская область	81	0,8%	Ханты-Мансийский автономный округ – Югра	93	0,9%
Ульяновская область	65	0,6%	Чукотский автономный округ	1	0,0%
Херсонская область	0	0,0%	Ямало-Ненецкий автономный округ	31	0,3%
Челябинская область	202	1,9%	Донецкая Народная Республика	4	0,0%
Ярославская область	119	1,1%	Луганская Народная Республика	1	0,0%
Еврейская автономная область	3	0,0%	Проживаю за границей	46	0,4%

Таблица Б.1.2 – Образование

	Количество	%
Среднее образование (10 или 11 классов)	447	4%
Среднее специальное образование (ПТУ, техникум, колледж)	1311	12%
Незаконченное высшее (с 3-го курса вуза)	335	3%
Высшее образование (бакалавриат/специалитет)	4728	44%
Высшее образование (магистратура)	2363	22%
Два и более высших, ученая степень кандидата или доктора наук	1536	14%

Таблица Б.1.3 – Область образования

	Количество	%
Физической	557	6%
Математической	593	6%
ИТ	1205	12%
Экономической	2689	28%
Гуманитарной	1164	12%
Медицинской	481	5%
Инженерной	4195	43%
Юридической	874	9%

Таблица Б.1.4 – Общий объем сбережений в России

	Количество	%		Количество	%
до 500 000 рублей	1878	18%	до 100 млн рублей	49	1%
до 1 млн рублей	2155	20%	до 500 млн рублей	15	0,1%
до 5 млн рублей	3842	36%	свыше 501 млн рублей	12	0,1%
до 10 млн рублей	1001	9%	нет сбережений	357	3%
до 25 млн рублей	365	3%	Затрудняюсь ответить	942	9%
до 50 млн рублей	104	1%			

Таблица Б.1.5 – Наличие собственного бизнеса

	Количество	% по столбцу
Да, я собственник/соучредитель	1104	10%
Нет	9616	90%

Таблица Б.1.6 – Специализация компании, в которой работают

	Количество	% по столбцу
Административная деятельность(управление)	336	3%
Здравоохранение	501	5%
ИТ	1015	10%
Культура	114	1%
Образование	487	5%
Производство/промышленность	1817	17%
Связь и коммуникации (СМИ)	243	2%
Сельское хозяйство (в том числе лесное, рыбное)	91	1%
Сервисы или услуги населению	449	4%
Социальное обслуживание	95	1%
Строительство	664	6%
Транспорт	518	5%
Торговля	846	8%
Финансы и экономика	912	9%
Энергетика	481	5%
Юриспруденция	197	2%
Я не работаю	1385	5%

Таблица Б.1.7 – Имеющиеся финансовые инструменты

	Количество	% по столбцу
Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)	10026	97%
Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)	1453	14%
Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)	7196	70%
Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)	464	4%
Зарубежные инвестиционные инструменты	677	7%
Металлические счета	706	7%
Криптовалюта	1100	11%

Таблица Б.1.8 – Наличие счета у российского брокера или каких-либо инструментов на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)

		Количество	% по столбцу
Счет у российского брокера	Да	7979	77%
	Нет	2384	23%
Какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)	Да	7806	75%
	Нет	2557	25%

ПРИЛОЖЕНИЕ Б.2

Таблица Б.2.1 – Характеристика 1 – Причины и мотивы инвестирования

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)	Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы "Планирующие"
Вы начали инвестировать, потому что:			
Появился собственный интерес	66%	46%	Н/Д
Появилась цель обеспечить комфортную жизнь за счет заработка на бирже и сбережений	50%	26%	Н/Д
Увеличился доход	33%	37%	Н/Д
Прислушался к рекомендации инвестиционных экспертов/блогеров	14%	9%	Н/Д
Акцию подарил банк/брокер	13%	14%	Н/Д
Посоветовало ближайшее окружение	10%	10%	Н/Д
Подтолкнула реклама	6%	7%	Н/Д
Посоветовал инвестиционный менеджер	2%	6%	Н/Д
Акцию подарила компания	1%	3%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	1%	4%	Н/Д
Какие из перечисленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим?			
Получение источника пассивного дохода	83%	74%	81%
Формирование финансовой подушки	64%	56%	60%
Сохранение собственного капитала от инфляции	63%	45%	49%
Пенсионные накопления	44%	23%	29%
Диверсификация инструментов инвестирования	40%	12%	15%
Получение знаний и навыков в новой сфере финансового рынка	32%	16%	23%
Получение различных налоговых льгот	24%	5%	8%
Накопления на крупную покупку	17%	11%	19%
Быть в тренде, собственный интерес	15%	11%	14%
Краткосрочные накопления для какой-либо цели	14%	16%	19%
Источник основного дохода	10%	5%	12%
Нравится эмитент	2%	0%	1%
Я-акционер работодателя	1%	1%	1%
Ничего из вышеперечисленного	0%	2%	1%

Таблица Б.2.2 – Характеристика 2 – Самооценка компетентности в сфере инвестирования

	Инвесторы-биржевые	Инвесторы -одиночки	Потенциальные инвесторы
			"Планирующие"
Каков Ваш общий опыт инвестирования?			
менее 1 года	10%	34%	Н/Д
от 1 до 3 лет	30%	37%	Н/Д
от 3 до 5 лет	35%	11%	Н/Д
от 5 до 10 лет	15%	7%	Н/Д
больше 10 лет	10%	9%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	1%	3%	Н/Д
Пожалуйста, оцените Ваши качества в сфере инвестиций:			
Образованность в сфере инвестиций	0,44	0,23	0,20
Опыт инвестирования	0,47	0,23	0,13
Ваши базовые знания в области инвестиций были получены:			
Из групп, сообществ и каналов финансовой направленности в социальных сетях	67%	40%	48%
Из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать	55%	47%	34%
Из книг финансовой направленности	40%	9%	15%
Из каналов видеохостингов известных инвест-блогеров	34%	10%	14%
На аналитических платформах (например, Bloomberg Terminal, Google Finance, Refinitiv Eikon, TradingView и др.)	17%	6%	5%
Посредством обращения к экспертам в области инвестирования	15%	5%	8%
В процессе обучения по своей специальности (в вузе, СПО)	11%	8%	10%
На своей работе	10%	9%	10%
На платформах с курсами (например, Skillbox, Coursera, Нетология и др.)	9%	3%	4%
Из консультаций инвестиционного менеджера	9%	9%	6%
Затрудняюсь ответить	1%	3%	2%
Не получал(-а) базовые знания	3%	13%	20%

Таблица Б.2.3 – Характеристика 3 – Объемы инвестиций в акции

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)		Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)		Потенциальные инвесторы		Не инвесторы
	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют 0% от дохода	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют 0% от дохода	"Нерешительные"	"Планирующие"	
1	2	3	4	5	6	7	8
Процент, который инвестирую в акции							
0%	6%		26%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
до 10%	47%		47%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
до 20%	24%		11%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
до 40%	11%		4%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
до 60%	4%		1%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
больше 60%	3%		1%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
Затрудняюсь ответить	5%		10%		Н/Д	Н/Д	Н/Д
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать							
0%	2%		9%		Н/Д	1%	Н/Д
до 10%	14%		22%		Н/Д	29%	Н/Д
до 20%	27%		30%		Н/Д	39%	Н/Д
до 40%	26%		15%		Н/Д	12%	Н/Д
до 60%	13%		5%		Н/Д	4%	Н/Д
больше 60%	10%		2%		Н/Д	3%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	8%		16%		Н/Д	12%	Н/Д
Что в настоящее время является для Вас препятствием инвестирования в акции?							
Высокие ставки по депозитам	57%	55%	35%	35%	51%	34%	27%
Недостаточно собственного дохода	45%	30%	47%	36%	27%	32%	37%
Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат	38%	41%	29%	26%	31%	24%	29%
Недостаточно знаний о финансовых инструментах	32%	31%	58%	55%	39%	63%	51%
Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)	21%	14%	19%	16%	15%	18%	14%

Продолжение таблицы Б.2.3

1	2	3	4	5	6	7	8
Недостаточно компаний на фондовом рынке	13%	10%	5%	3%	5%	6%	3%
Отсутствие рыночных инструментов хеджирования	8%	6%	4%	2%	6%	5%	4%
Отсутствие удобных платформ для инвестирования	3%	3%	8%	8%	3%	9%	7%
Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю	2%	1%	4%	1%	3%	2%	3%
Ничего	2%	4%	0%	5%	6%	1%	7%
Затрудняюсь ответить	1%	1%	2%	2%	3%	3%	6%

Таблица Б.2.4 – Характеристика 4 – Максимальная комфортная цена 1 акции

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)		Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)		Потенциальные инвесторы
	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	"Планирующие"
Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя?					
До 1 тыс. руб.	31%	23%	40%	Н/Д	34%
До 5 тыс. руб.	30%	21%	31%	Н/Д	29%
До 10 тыс. руб.	12%	11%	9%	Н/Д	9%
До 20 тыс. руб.	3%	5%	3%	Н/Д	2%
До 50 тыс. руб.	1%	3%	1%	Н/Д	2%
Цена акции не важна	20%	35%	8%	Н/Д	14%
Затрудняюсь ответить	2%	1%	8%	Н/Д	11%

Таблица Б.2.5 – Характеристика 5 – Предпочтительный вид дохода с акций

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)		Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)		Потенциальные инвесторы
	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	"Планирующие"
Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас:					
Дивиденды	47%	51%	56%	Н/Д	61%
Рост стоимости акций	42%	38%	35%	Н/Д	23%
Торговый доход	7%	9%	2%	Н/Д	4%
Затрудняюсь ответить	4%	3%	8%	Н/Д	13%

Таблица Б.2.6 – Характеристика 6 – Влияние ставки по депозиту на инвестиционную активность акционеров

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)		Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)		Потенциальные инвесторы
	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода	"Планирующие"
Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего:					
Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит	34%	26%	47%	Н/Д	48%
Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать	14%	10%	14%	Н/Д	18%
Инвестирую в акции в любом случае	45%	61%	22%	Н/Д	11%
Затрудняюсь ответить	4%	3%	16%	Н/Д	22%

Таблица Б.2.7 – Характеристика 7 – Активность на бирже

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)		Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы
	инвестируют до 60% от дохода	инвестируют более 60% от дохода		"Планирующие"
1	2	3	4	5
Какой частью портфеля акций Вы торгуете активно?				
Торгую до 20%	36%	37%	Н/Д	Н/Д
Торгую до 50%	6%	10%	Н/Д	Н/Д
Торгую более 50%	3%	9%	Н/Д	Н/Д
Весь портфель регулярно оборачивается	4%	6%	Н/Д	Н/Д
Не торгую	52%	39%	Н/Д	Н/Д
Как часто Вы совершали сделки на бирже за последний год?				
Ежедневно	5%		Н/Д	Н/Д
Еженедельно	22%		Н/Д	Н/Д
Ежемесячно	39%		Н/Д	Н/Д
Ежеквартально	14%		Н/Д	Н/Д
Реже, чем раз в квартал	17%		Н/Д	Н/Д
Затрудняюсь ответить	4%		Н/Д	Н/Д
Перед покупкой или продажей ценных бумаг я:				
Изучаю новости рынка в целом	61%		37%	34%
Изучаю рекомендации экспертов и аналитиков	55%		27%	30%
Изучаю новости о компании	49%		31%	26%
Анализирую графики цен, объем торгов	48%		24%	17%
Анализирую финансовые показатели компании (доход, прибыль, долг и т.д.)	30%		14%	16%
Читаю рассылку брокера	19%		6%	4%
Ничего не делаю, инвестирую в акции тех компаний, которые знаю	15%		16%	8%
Инвестирую по совету лидеров мнений (блогеров)	12%		5%	5%
Строю математические расчеты, прогнозы	6%		3%	5%
Советуюсь с друзьями, коллегами	6%		10%	9%
Консультируюсь с инвестиционным менеджером	4%		5%	7%
Не занимаюсь самостоятельно, передал управляющему	2%		6%	3%
Нет ценных бумаг	0%		7%	34%
Затрудняюсь ответить	2%		10%	8%

Продолжение таблицы Б.2.7

1	2	3	4	5
Оцените уровень удобства:				
Последний опыт открытия брокерского счета	0,85	Н/Д	Н/Д	
Торговля (процесс купли-продажи через брокера)	0,82	Н/Д	Н/Д	
Хотели бы Вы получить прямой доступ на биржу при совершении инвестиционных операций?				
Да, хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера	22%	Н/Д	26%	
Да, хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера	20%	Н/Д	10%	
Нет, не хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера	11%	Н/Д	7%	
Нет, не хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера	26%	Н/Д	12%	
Затрудняюсь ответить	22%	Н/Д	45%	
Оцените, пожалуйста, каким был Ваш опыт при:				
Осуществлении торговых операций через робота	0,48	0,42	Н/Д	
Использовании сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестирования	0,35	0,41	Н/Д	

Таблица Б.2.8 – Характеристика 8 – Оценка эмитентов

1	Инвесторы (есть счёт и инструменты)	Инвесторы (нет счета и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы		Не инвесторы
			"Нерешительные"	"Планирующие"	
1	2	3	4	5	6
Как Вам кажется, на каком уровне...					
Прозрачна информация по эмитентам	0,42	0,27	Н/Д	0,19	Н/Д
Достаточно представлено эмитентов на российском рынке акций	0,50	0,37	Н/Д	0,24	Н/Д
Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике?					
Промышленность	56%	55%	54%	56%	49%
Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение	56%	31%	28%	27%	20%
Информационно-вычислительное обслуживание	54%	40%	43%	40%	39%
Связь/телекоммуникации	43%	42%	36%	40%	30%
Торговля и общественное питание	28%	19%	20%	22%	18%
Сельское хозяйство\Лесное хозяйство	26%	22%	30%	27%	24%

Продолжение таблицы Б.2.8

1	2	3	4	5	6
Строительство	23%	29%	30%	34%	34%
Транспорт	19%	15%	17%	19%	15%
Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы	14%	16%	11%	13%	10%
Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение	13%	7%	9%	6%	7%
Наука и научное обслуживание	11%	9%	15%	11%	12%
Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка	10%	6%	5%	5%	4%
Культура и искусство	2%	1%	4%	2%	2%
Затрудняюсь ответить	6%	7%	7%	7%	11%

Таблица Б.2.9 – Характеристика 9 – Ведение активов

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)	Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы		Не инвесторы
			"Нерешительные"	"Планирующие"	
1	2	3	4	5	6
Пользовались ли Вы хоть раз услугами финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов? Успешен ли был опыт?					
Да, опыт был успешный	43%	36%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Да, но опыт был неуспешный	2%	4%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Да, опыт разный, были успешные и неуспешные сделки	7%	10%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Не пользовался услугами финансовых маркетплейсов	42%	40%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Затрудняюсь ответить	5%	11%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Учет Ваших активов в разных банках/брокеров ведется с использованием:					
Электронных таблиц (Microsoft Excel, Google Sheets и т.д.)	35%	21%	Н/Д	18%	Н/Д
Пользуюсь одним банком/брокером	28%	15%	Н/Д	17%	Н/Д
Онлайн-банкинга и брокерских платформ	23%	28%	Н/Д	9%	Н/Д
Традиционного бумажного учета	10%	12%	Н/Д	11%	Н/Д
Финансовых приложений (Mint, YNAB (You Need A Budget) или Personal Capital, CoinKeeper)	7%	4%	Н/Д	5%	Н/Д
Банковских агрегаторов	5%	11%	Н/Д	7%	Н/Д
Бухгалтерских программ	2%	3%	Н/Д	2%	Н/Д

Продолжение таблицы Б.2.9

1	2	3	4	5	6
Никак не веду	11%	17%	Н/Д	31%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	3%	6%	Н/Д	11%	Н/Д
Никак не веду	11%	17%	Н/Д	31%	Н/Д
Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок?					
Отсутствие сбережений	59%	39%	38%	36%	31%
Инвестиции – это риск потерять все	56%	50%	58%	49%	57%
Отсутствие специализированных знаний	55%	51%	42%	48%	42%
Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)	46%	36%	47%	33%	32%
Права миноритариев недостаточно защищены	29%	9%	11%	9%	10%
Инвестиции требуют много времени	27%	24%	25%	20%	19%
Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус	27%	22%	26%	18%	18%
Недостаточно информации об эмитентах	19%	9%	9%	12%	9%
Инвестиции — это сложно технически	18%	21%	16%	22%	17%
На инвестициях не заработать	17%	15%	17%	11%	14%
Налоговые льготы недостаточны	17%	12%	12%	12%	9%
Российский фондовый рынок не имеет потенциала	14%	6%	14%	9%	11%
Недостаточно эмитентов/отраслей	8%	3%	3%	5%	2%
Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров	7%	4%	7%	7%	8%
Мой брокер может обанкротиться	6%	5%	10%	10%	11%
Затрудняюсь ответить	2%	4%	5%	8%	8%

Таблица Б.2.10 – Характеристика 10 – Характеристика инвестиционного поведения акционеров

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)	Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы		Не инвесторы
			"Нерешительные"	"Планирующие"	
1	2	3	4	5	6
Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите?					
Массовый сегмент	78%	79%	83%	79%	83%
Премиальный сегмент	25%	17%	16%	14%	10%
Прайвет сегмент	1%	1%	1%	1%	1%
Затрудняюсь ответить	4%	9%	5%	10%	10%

Продолжение таблицы Б.2.10

1	2	3	4	5	6
Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени:					
Готов размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (рациональный)	44%	16%	Н/Д	14%	Н/Д
Главная цель - получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готов размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (умеренный)	27%	38%	Н/Д	39%	Н/Д
Главная цель — сохранение и защита сбережений, временной горизонт невелик, готов размещать средства только в безрисковые инструменты (консервативный)	16%	36%	Н/Д	35%	Н/Д
Готов размещать средства в инструменты с высоким уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть значительно ниже суммы первоначальных инвестиций (агрессивный)	8%	2%	Н/Д	1%	Н/Д
Готов размещать средства в инструменты с почти любым уровнем инвестиционного риска. Потери могут составить более половины суммы первоначальных инвестиций (спекулятивный)	2%	0%	Н/Д	1%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	3%	9%	Н/Д	10%	Н/Д
Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны:					
Я проходил/-а тесты для допуска к сложным финансовым инструментам	41%	5%	Н/Д	2%	Н/Д
Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов	30%	29%	25%	36%	14%
Я являюсь квалифицированным инвестором (статус по регулированию)	24%	1%	Н/Д	1%	Н/Д
Мне важен доступ к инвестициям (совершение сделок) в выходные дни или неторговые часы бирж	20%	8%	Н/Д	8%	Н/Д
Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)	13%	1%	5%	1%	0%
Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO	11%	5%	7%	6%	2%

Продолжение таблицы Б.2.10

1	2	3	4	5	6
Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/ Негосударственное пенсионное обеспечение	10%	8%	10%	10%	7%
Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю	7%	3%	10%	5%	6%
У меня был плохой опыт инвестирования (в том числе финансовые потери)	Н/Д	22%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Ничего из вышеперечисленного	12%	16%	42%	16%	43%
Затрудняюсь ответить	10%	28%	18%	35%	33%
К какому типу инвесторов Вы себя относите на фондовом рынке?					
Бык — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива увеличится	62%	39%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Скальпер/Дейтрейдеры — это активный участник торгов	4%	2%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Медведь — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива упадет	3%	4%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Ничего из вышеперечисленного	21%	28%	Н/Д	Н/Д	Н/Д
Затрудняюсь ответить	7%	26%	Н/Д	Н/Д	Н/Д

Таблица Б.11 – Характеристика 11 – Негативный опыт в инвестировании

	Инвесторы (есть счёт и инструменты)	Инвесторы (нет счёта и есть инструменты)	Потенциальные инвесторы "Планирующие"
Какой негативный опыт инвестирования у Вас был?			
Убытки	61%	35%	24%
Падение стоимости портфеля выше ожидаемого	58%	35%	13%
Замороженные активы	52%	15%	8%
Банкротство эмитентов	19%	6%	5%
Комиссии брокера сверх ожидания	14%	5%	4%
Невыгодные налоговые последствия сверх ожидания	10%	3%	4%
Негативного опыта не было	6%	31%	60%
Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода):			
Больше заработал, чем потерял	40%	20%	Н/Д
Больше потерял, чем заработал	25%	23%	Н/Д
Остался при том же объеме средств	30%	34%	Н/Д
Затрудняюсь ответить	5%	23%	Н/Д

ПРИЛОЖЕНИЕ Б.3

Таблица Б.3. – Перечень конкретных компаний, которых не хватает на фондовом рынке (по мнению опрошенных инвесторов)

№ п/п	Название компании	Кол-во упоминаний	№ п/п	Название компании	Кол-во упоминаний
1	2	3	4	5	6
1	Росатом	110	50	Калашников	2
2	Вайлдберриз / Wildberries	58	51	Лемана Про (Lerua Merlen)	2
3	Сибур	58	52	Московский метрополитен	2
4	РЖД	44	53	МЦСТ	2
5	Лаборатория Касперского	29	54	Почта России	2
6	Альфа-банк	22	55	ПС "Мир" / Mir Pay	2
7	Мегафон	21	56	Рособоронэкспорт	2
8	ВкусВилл	18	57	Россельхозбанк	2
9	Ростех	15	58	Самолет+	2
10	АвтоВАЗ	14	59	СУЭК	2
11	Вкусно и точка	13	60	Фонбет	2
12	Авито	11	61	FinEx	2
13	1С	10	62	Mercury Retail Holding	2
14	Агрохолдинг «Степь»	10	63	70 лет Октября	1
15	X5-Group	9	64	Amazon	1
16	Додо пицца	9	65	DrWeb	1
17	Медси	9	66	Ессо	1
18	Красное&Белое	8	67	Farш	1
19	Мираторг	8	68	Helix	1
20	Роскосмос	8	69	Intel	1
21	Apple	7	70	Lamoda	1
22	СКБ "Контур"	7	71	Lime	1
23	Уралвагонзавод	7	72	Mars	1
24	S7 Airlines	6	73	Novikov Group (Рестораны)	1
25	Детский мир	6	74	RuStore	1
26	Евраз	6	75	Starlink	1
27	Уралхим	6	76	Yamaguchi	1
28	УГМК	5	77	A771	1
29	Nvidia	5	78	АО "АГРОКОМПЛЕКС"	1
30	Microsoft	4	79	АО "Башкирская содовая компания"	1
31	Вымпелком	4	80	АО "Группа ГМС"	1
32	Газпромбанк	4	81	АО "Кодекс"	1
33	DNS (ДНС)	4	82	АО "КТРВ"	1
34	Металлоинвест	4	83	АО "Плайтерра"	1
35	Селектел	4	84	АО "ПО Елаз"	1
36	Силовые машины	4	85	АО "ТД ЭЛЕКТРОТЕХМОНТАЖ"	1
37	Спортмастер	4	86	АО "ЭР-ТЕЛЕКОМ ХОЛДИНГ"	1
38	T1	4	87	Ароматный мир	1
39	Теле2/Т2	4	88	Аскон	1
40	Huawei	3	89	Аскона	1
41	Space X	3	90	БАМ	1
42	ГАЗ	3	91	Бастион	1
43	ИКС-Холдинг	3	92	БКС	1
44	Микрон / Micron	3	93	Большой театр	1
45	Трансмашхолдинг	3	94	Бюро 1440	1
46	Tesla	2	95	Великолукский мясокомбинат	1
47	Балтика	2	96	Вертолеты России	1
48	Газпром	2	97	Восточная горнорудная компания	1
49	Еврохим	2	98	ВСК "Страховой дом"	1

Продолжение таблицы Б.3

99	ВЭБ.РФ	1	125	Позис	1
100	ГК ТехноНиколь	1	126	Ростелеком	1
101	Глобус	1	127	Ситилинк	1
102	Глория Джинс	1	128	Суточно.ру	1
103	Гознак	1	129	Теремок	1
104	ГСКБ Алмаз-Антей	1	130	Тульский Императорский оружейный завод	1
105	ГУМ	1	131	Унция	1
106	Дом.рф	1	132	Фармстандарт	1
107	Золотое яблоко	1	133	Финам	1
108	Ингосстрах	1	134	ФК Спартак	1
109	Кадровый холдинг "Анкор"	1	135	Фортум	1
110	Лассард	1	136	ФСИН	1
111	Лукойл	1	137	Хевел (Haval)	1
112	Маревен Фуд Сэнтрал	1	138	Черноголовка	1
113	Медгард	1	139	Юнимаш	1
114	Метрополитен СПб	1	140	Юрент	1
115	Мистраль	1	141	Яшкино	1
116	Мой офис	1	142	Boeng	1
117	Мосводоканал	1	143	Visa, Mastercard	1
118	МТС Банк	1	144	Bork	1
119	Нефтьмагистраль	1	145	Chery	1
120	Новатэк	1	146	Synergetic	1
121	Новые Облачные Технологии	1	147	Аптечная сеть "Апрель"	1
122	ОАК	1	148	Maxi Life	1
123	Озонфарм	1			
124	ООО «РусБИТех-Астра»	1			

ПРИЛОЖЕНИЕ Б.4

Анкеты массового опроса

Анкета №1. Тренды развития рынка долевого ценного бумага в России (для респондентов, которые обладают счетом у российского брокера и обладают какими-либо инструментами на российском фондовом рынке)

1. Напишите, пожалуйста, сколько Вам полных лет:

2. Укажите Ваш пол: *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Мужской

☐ Женский

3. В каком регионе страны Вы постоянно проживаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Москва

☐ Санкт-Петербург

☐ Севастополь

☐ ... *(далее все субъекты РФ в алфавитном порядке)*

☐ Проживаю за границей

4. Какое у Вас образование? *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Среднее образование (10 или 11 классов)

☐ Среднее специальное образование (ПТУ, техникум, колледж)

☐ Незаконченное высшее (с 3-го курса вуза)

☐ Высшее образование (бакалавриат/специалитет)

☐ Высшее образование (магистратура)

☐ Два и более высших, ученая степень кандидата или доктора наук

5. В какой области Вы получили/получаете образование? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

☐ Физической

☐ Математической

☐ ИТ

☐ Экономической

☐ Гуманитарной

☐ Медицинской

☐ Инженерной

☐ Юридической

☐ Другое (уточните)

6. На чем специализируется компания, в которой Вы работаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Административная деятельность(управление)

- ☐ Здравоохранение
 - ☐ ИТ
 - ☐ Культура
 - ☐ Образование
 - ☐ Производство/промышленность
 - ☐ Связь и коммуникации (СМИ)
 - ☐ Сельское хозяйство (в том числе лесное, рыбное)
 - ☐ Сервисы или услуги населению
 - ☐ Социальное обслуживание
 - ☐ Строительство
 - ☐ Транспорт
 - ☐ Торговля
 - ☐ Финансы и экономика
 - ☐ Энергетика
 - ☐ Юриспруденция
 - ☐ Другое (уточните)
-

☐ Я не работаю

7. Есть ли у Вас собственный бизнес? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Да, я собственник/соучредитель
- ☐ Нет

8. Укажите, какой общий объем сбережений в России у Вас имеется (в т.ч. текущие счета, накопительные счета, депозиты, ДУ, ценные бумаги, паи в ПИФах брокерские счета, металлические счета)? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ до 500 000 рублей
- ☐ до 1 млн рублей
- ☐ до 5 млн рублей
- ☐ до 10 млн рублей
- ☐ до 25 млн рублей
- ☐ до 50 млн рублей
- ☐ до 100 млн рублей
- ☐ до 500 млн рублей
- ☐ свыше 501 млн рублей
- ☐ нет сбережений
- ☐ Затрудняюсь ответить

При выборе варианта ответа «Нет сбережений» опрос завершается

9. Какой промежуток времени Вы представляете, когда говорят о "длинных деньгах"? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ менее 1 года
- ☐ от 1 до 3 лет
- ☐ от 3 до 5 лет
- ☐ от 5 до 10 лет

- ☐ больше 10 лет
- ☐ Затрудняюсь ответить

10. Выберите, пожалуйста, финансовые инструменты, которые у Вас есть: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
- ☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
- ☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
- ☐ Металлические счета
- ☐ Криптовалюта
- ☐ Другое (уточните)
-

11. Расставьте инструменты в приоритете, котором предпочли бы их использовать для хранения денег, где 1 – самый предпочтительный, а 7 – наименее предпочтительный:

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
- ☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
- ☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
- ☐ Металлические счета
- ☐ Криптовалюта

12. Есть ли у Вас:

	Да	Нет
Счет у российского брокера		
Какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)		

13. Вы начали инвестировать, потому что: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*
(Множественный выбор)

- ☐ Увеличился доход
- ☐ Появился собственный интерес
- ☐ Посоветовало ближайшее окружение
- ☐ Прислушался к рекомендации инвестиционных экспертов/блогеров
- ☐ Подтолкнула реклама
- ☐ Акцию подарил банк/брокер
- ☐ Акцию подарила компания
- ☐ Посоветовал инвестиционный менеджер

- ☐ Появилась цель обеспечить комфортную жизнь за счет заработка на бирже и сбережений
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

14. Каков Ваш общий опыт инвестирования? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ менее 1 года
- ☐ от 1 до 3 лет
- ☐ от 3 до 5 лет
- ☐ от 5 до 10 лет
- ☐ больше 10 лет
- ☐ Затрудняюсь ответить

15. Пожалуйста, оцените Ваши качества в сфере инвестиций

	1 - отсутствует	2	3	4	5 - развит(а) на высоком уровне
Образованность в сфере инвестиций					
Опыт инвестирования					

16. Ваши базовые знания в области инвестиций были получены: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Из групп, сообществ и каналов финансовой направленности в социальных сетях
- ☐ На аналитических платформах (например, Bloomberg Terminal, Google Finance, Refinitiv Eikon, TradingView и др.)
- ☐ На платформах с курсами (например, Skillbox, Coursera, Нетология и др.)
- ☐ Из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать
- ☐ На своей работе
- ☐ В процессе обучения по своей специальности (в вузе, СПО)
- ☐ Из книг финансовой направленности
- ☐ Посредством обращения к экспертам в области инвестирования
- ☐ Из консультаций инвестиционного менеджера
- ☐ Из каналов видеохостингов известных инвест-блогеров
- ☐ Другое (уточните)

☐ Не получал/-а базовые знания

☐ Затрудняюсь ответить

17. Какие из представленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Получение источника пассивного дохода
- ☐ Формирование финансовой подушки
- ☐ Краткосрочные накопления для какой-либо цели
- ☐ Пенсионные накопления

- ☐ Накопления на крупную покупку
☐ Получение знаний и навыков в новой сфере финансового рынка
☐ Сохранение собственного капитала от инфляции
☐ Источник основного дохода
☐ Диверсификация инструментов инвестирования
☐ Получение различных налоговых льгот
☐ Нравится эмитент
☐ Я-акционер работодателя
☐ Быть в тренде, собственный интерес
☐ Другое (уточните)

☐ Ничего из вышеперечисленного

18. Какой процент от Вашего дохода Вы инвестируете в акции, и какой максимальный процент Вы хотели бы инвестировать?

	0%	до 10%	до 20%	до 40%	до 60%	больше 60%	Затрудняюсь ответить
Процент, который инвестирую в акции							
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать							

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал варианты ответа «до 10%», «до 20%», «до 40%», «до 60%», «Затрудняюсь ответить», переходят к вопросу

19

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал вариант ответа «0%», переходят к вопросу 24

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал вариант ответа «больше 60%», переходят к вопросу 25

19. Что в настоящее время является для Вас препятствием для еще более активного инвестирования в акции? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
☐ Высокие ставки по депозитам
☐ Недостаточно собственного дохода
☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Ничего
☐ Затрудняюсь ответить

20. Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ До 1 тыс. руб.
☐ До 5 тыс. руб.
☐ До 10 тыс. руб.
☐ До 20 тыс. руб.
☐ До 50 тыс. руб.
☐ Цена акции не важна
☐ Затрудняюсь ответить

21. Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Дивиденды
☐ Рост стоимости акций
☐ Торговый доход
☐ Затрудняюсь ответить

22. Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит
☐ Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать
☐ Инвестирую в акции в любом случае
☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Затрудняюсь ответить

23. Какой частью портфеля акций Вы торгуете активно? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Не торгую
☐ Торгую до 20%
☐ Торгую до 50%
☐ Торгую более 50%
☐ Весь портфель регулярно оборачивается

Переход к вопросу 29

24. Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
☐ Высокие ставки по депозитам

- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Ничего
 - ☐ Затрудняюсь ответить

Переход к вопросу 29

25. Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ До 1 тыс. руб.
- ☐ До 5 тыс. руб.
- ☐ До 10 тыс. руб.
- ☐ До 20 тыс. руб.
- ☐ До 50 тыс. руб.
- ☐ Цена акции не важна
- ☐ Затрудняюсь ответить

26. Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Дивиденды
- ☐ Рост стоимости акций
- ☐ Торговый доход
- ☐ Затрудняюсь ответить

27. Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит
- ☐ Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать
- ☐ Инвестирую в акции в любом случае
- ☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Затрудняюсь ответить

28. Какой частью портфеля акций Вы торгуете активно? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Не торгую
- ☐ Торгую до 20%

- ☐ Торгую до 50%
☐ Торгую более 50%
☐ Весь портфель регулярно оборачивается

Переход к вопросу 29

29. Как часто Вы совершали сделки на бирже за последний год? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Ежедневно
☐ Еженедельно
☐ Ежемесячно
☐ Ежеквартально
☐ Реже, чем раз в квартал
☐ Затрудняюсь ответить

30. Перед покупкой или продажей ценных бумаг я: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Изучаю новости рынка в целом
☐ Изучаю новости о компании
☐ Анализирую графики цен, объем торгов
☐ Изучаю рекомендации экспертов и аналитиков
☐ Строю математические расчеты, прогнозы
☐ Анализирую финансовые показатели компании (доход, прибыль, долг и т.д.)
☐ Консультируюсь с инвестиционным менеджером
☐ Советуюсь с друзьями, коллегами
☐ Инвестирую по совету лидеров мнений (блогеров)
☐ Читаю рассылку брокера
☐ Ничего не делаю, инвестирую в акции тех компаний, которые знаю
☐ Не занимаюсь самостоятельно, передал управляющему
☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Нет ценных бумаг
☐ Затрудняюсь ответить

31. Оцените уровень удобства:

	1 – совсем не удобно	2	3	4	5 – очень удобно	Затрудняюсь ответить
Последний опыт открытия брокерского счета						
Торговля (процесс купли- продажи через брокера)						

32. Хотели бы Вы получить прямой доступ на биржу при совершении инвестиционных операций? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Да, хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Да, хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Нет, не хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Нет, не хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Затрудняюсь ответить

33. Оцените, пожалуйста, каким был Ваш опыт при:

	Опыт а нет	Отрицательны й	Скорее отрицательны й	Скорее положительны й	Положительны й
Осуществлени и торговых операций через робота					
Использовани и сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестировани я					

34. Как Вам кажется, на каком уровне...

	1 – низкий уровень	2	3	4	5 – высокий уровень	Затрудняюсь ответить
Прозрачна информация по эмитентам						
Достаточно представлено эмитентов на российском рынке акций						

35. Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

___ Промышленность

___ Сельское хозяйство\Лесное хозяйство

___ Строительство

___ Транспорт

___ Связь/телекоммуникации

___ Торговля и общественное питание

___ Информационно-вычислительное обслуживание

___ Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка

- ☐ Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы
 - ☐ Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение
 - ☐ Культура и искусство
 - ☐ Наука и научное обслуживание
 - ☐ Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение
 - ☐ Другое (уточните)
-

☐ Затрудняюсь ответить

36. Каких конкретных компаний, по Вашему мнению, не хватает на рынке, а Вы бы купили их акции? (если Вы считаете, что компаний на рынке хватает, то напишите, пожалуйста, "хватает")

☐ Затрудняюсь ответить

37. Пользовались ли Вы хоть раз услугами финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов? Успешен ли был опыт? (можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ Да, опыт был успешный
- ☐ Да, но опыт был неуспешный
- ☐ Да, опыт разный, были успешные и неуспешные сделки
- ☐ Не пользовался услугами финансовых маркетплейсов
- ☐ Затрудняюсь ответить

38. Учет Ваших активов в разных банках/брокеров ведется с использованием: (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Пользуюсь одним банком/брокером
 - ☐ Электронных таблиц (Microsoft Excel, Google Sheets и т.д.)
 - ☐ Финансовых приложений (Mint, YNAB (You Need A Budget) или Personal Capital, CoinKeeper
 - ☐ Банковских агрегаторов
 - ☐ Традиционного бумажного учета
 - ☐ Онлайн-банкинга и брокерских платформ
 - ☐ Бухгалтерских программ
 - ☐ Другое (напишите)
-

☐ Никак не веду

☐ Затрудняюсь ответить

39. Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ На инвестициях не заработать
- ☐ Инвестиции требуют много времени
- ☐ Инвестиции — это сложно технически
- ☐ Инвестиции – это риск потерять все

- ☐ Мой брокер может обанкротиться
- ☐ Российский фондовый рынок не имеет потенциала
- ☐ Отсутствие сбережений
- ☐ Отсутствие специализированных знаний
- ☐ Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров
- ☐ Налоговые льготы недостаточны
- ☐ Права миноритариев недостаточно защищены
- ☐ Недостаточно эмитентов/отраслей
- ☐ Недостаточно информации об эмитентах
- ☐ Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус
- ☐ Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

40. Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Массовый сегмент
- ☐ Премиальный сегмент
- ☐ Прайвет сегмент
- ☐ Затрудняюсь ответить

41. Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Главная цель — сохранение и защита сбережений, временной горизонт невелик, готов размещать средства только в безрисковые инструменты (консервативный)
- ☐ Главная цель - получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готов размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (умеренный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (рациональный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с высоким уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть значительно ниже суммы первоначальных инвестиций (агрессивный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с почти любым уровнем инвестиционного риска. Потери могут составить более половины суммы первоначальных инвестиций (спекулятивный)
- ☐ Затрудняюсь ответить

42. Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO
- ☐ Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов
- ☐ Я являюсь квалифицированным инвестором (статус по регулированию)
- ☐ Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю
- ☐ Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Негосударственное

пенсионное обеспечение

___ Мне важен доступ к инвестициям (совершение сделок) в выходные дни или неторговые часы бирж

___ Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)

___ Я проходил/-а тесты для допуска к сложным финансовым инструментам

___ Ничего из вышеперечисленного

___ Затрудняюсь ответить

43. Какой негативный опыт инвестирования у Вас был? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

___ Убытки

___ Падение стоимости портфеля выше ожидаемого

___ Банкротство эмитентов

___ Комиссии брокера сверх ожидания

___ Замороженные активы

___ Невыгодные налоговые последствия сверх ожидания

___ Негативного опыта не было

44. К какому типу инвесторов Вы себя относите на фондовом рынке? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Бык — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива увеличится

___ Медведь — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива упадет

___ Скальпер/Дейтрейдеры — это активный участник торгов

___ Спредер — это тот, кто работает на фьючерсных рынках

___ Ничего из вышеперечисленного

___ Затрудняюсь ответить

45. Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода): *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Больше заработал, чем потерял

___ Больше потерял, чем заработал

___ Остался при том же объеме средств

___ Затрудняюсь ответить

Благодарим Вас за честные ответы!

Анкета №2. Тренды развития рынка долевого ценных бумаг в России (для респондентов, которые не обладают счетом у российского брокера и обладают какими-либо инструментами на российском фондовом рынке)

1. Напишите, пожалуйста, сколько Вам полных лет:

2. Укажите Ваш пол: *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Мужской

___ Женский

3. В каком регионе страны Вы постоянно проживаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Москва

___ Санкт-Петербург

___ Севастополь

___ ... *(далее все субъекты РФ в алфавитном порядке)*

___ Проживаю за границей

4. Какое у Вас образование? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Среднее образование (10 или 11 классов)

___ Среднее специальное образование (ПТУ, техникум, колледж)

___ Незаконченное высшее (с 3-го курса вуза)

___ Высшее образование (бакалавриат/специалитет)

___ Высшее образование (магистратура)

___ Два и более высших, ученая степень кандидата или доктора наук

5. В какой области Вы получили/получаете образование? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

___ Физической

___ Математической

___ ИТ

___ Экономической

___ Гуманитарной

___ Медицинской

___ Инженерной

___ Юридической

___ Другое (уточните)

6. На чем специализируется компания, в которой Вы работаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Административная деятельность(управление)

___ Здравоохранение

___ ИТ

___ Культура

___ Образование

___ Производство/промышленность

___ Связь и коммуникации (СМИ)

___ Сельское хозяйство (в том числе лесное, рыбное)

___ Сервисы или услуги населению

___ Социальное обслуживание

___ Строительство

___ Транспорт

___ Торговля

- ☐ Финансы и экономика
 - ☐ Энергетика
 - ☐ Юриспруденция
 - ☐ Другое (уточните)
-

☐ Я не работаю

7. Есть ли у Вас собственный бизнес? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Да, я собственник/соучредитель
- ☐ Нет

8. Укажите, какой общий объем сбережений в России у Вас имеется (в т.ч. текущие счета, накопительные счета, депозиты, ДУ, ценные бумаги, паи в ПИФах брокерские счета, металлические счета)? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ до 500 000 рублей
- ☐ до 1 млн рублей
- ☐ до 5 млн рублей
- ☐ до 10 млн рублей
- ☐ до 25 млн рублей
- ☐ до 50 млн рублей
- ☐ до 100 млн рублей
- ☐ до 500 млн рублей
- ☐ свыше 501 млн рублей
- ☐ нет сбережений
- ☐ Затрудняюсь ответить

При выборе варианта ответа «Нет сбережений» опрос завершается

9. Какой промежуток времени Вы представляете, когда говорят о "длинных деньгах"? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ менее 1 года
- ☐ от 1 до 3 лет
- ☐ от 3 до 5 лет
- ☐ от 5 до 10 лет
- ☐ больше 10 лет
- ☐ Затрудняюсь ответить

10. Выберите, пожалуйста, финансовые инструменты, которые у Вас есть: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
- ☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
- ☐ Зарубежные инвестиционные инструменты

- ☐ Металлические счета
☐ Криптовалюта
☐ Другое (уточните)
-

11. Расставьте инструменты в приоритете, котором предпочли бы их использовать для хранения денег, где 1 – самый предпочтительный, а 7 – наименее предпочтительный:

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
☐ Металлические счета
☐ Криптовалюта

12. Есть ли у Вас:

	Да	Нет
Счет у российского брокера		
Какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)		

13. Вы начали инвестировать, потому что: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Увеличился доход
☐ Появился собственный интерес
☐ Посоветовало ближайшее окружение
☐ Прислушался к рекомендации инвестиционных экспертов/блогеров
☐ Подтолкнула реклама
☐ Аксию подарил банк/брокер
☐ Аксию подарила компания
☐ Посоветовал инвестиционный менеджер
☐ Появилась цель обеспечить комфортную жизнь за счет заработка на бирже и сбережений
☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

14. Каков Ваш общий опыт инвестирования? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ менее 1 года
☐ от 1 до 3 лет
☐ от 3 до 5 лет
☐ от 5 до 10 лет
☐ больше 10 лет
☐ Затрудняюсь ответить

15. Пожалуйста, оцените Ваши качества в сфере инвестиций

	1 - отсутствует	2	3	4	5 - развит(а) на высоком уровне
Образованность в сфере инвестиций					
Опыт инвестирования					

16. Ваши базовые знания в области инвестиций были получены: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Из групп, сообществ и каналов финансовой направленности в социальных сетях
- ☐ На аналитических платформах (например, Bloomberg Terminal, Google Finance, Refinitiv Eikon, TradingView и др.)
- ☐ На платформах с курсами (например, Skillbox, Coursera, Нетология и др.)
- ☐ Из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать
- ☐ На своей работе
- ☐ В процессе обучения по своей специальности (в вузе, СПО)
- ☐ Из книг финансовой направленности
- ☐ Посредством обращения к экспертам в области инвестирования
- ☐ Из консультаций инвестиционного менеджера
- ☐ Из каналов видеохостингов известных инвест-блогеров
- ☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Не получал/-а базовые знания
- ☐ Затрудняюсь ответить

17. Какие из представленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Получение источника пассивного дохода
- ☐ Формирование финансовой подушки
- ☐ Краткосрочные накопления для какой-либо цели
- ☐ Пенсионные накопления
- ☐ Накопления на крупную покупку
- ☐ Получение знаний и навыков в новой сфере финансового рынка
- ☐ Сохранение собственного капитала от инфляции
- ☐ Источник основного дохода
- ☐ Диверсификация инструментов инвестирования
- ☐ Получение различных налоговых льгот
- ☐ Нравится эмитент
- ☐ Я-акционер работодателя
- ☐ Быть в тренде, собственный интерес
- ☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Ничего из вышеперечисленного

18. Какой процент от Вашего дохода Вы инвестируете в акции, и какой максимальный

процент Вы хотели бы инвестировать?

	0%	до 10%	до 20%	до 40%	до 60%	больше 60%	Затрудняюсь ответить
Процент, который инвестирую в акции							
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать							

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал варианты ответа «до 10%», «до 20%», «до 40%», «до 60%», «Затрудняюсь ответить», переходят к вопросу

19

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал вариант ответа «0%», переходят к вопросу 23

Те, кто в вопросе 18 «Процент, который инвестирую в акции» выбрал вариант ответа «больше 60%», переходят к вопросу 24

19. Что в настоящее время является для Вас препятствием для еще более активного инвестирования в акции? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
- ☐ Высокие ставки по депозитам
- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Ничего
- ☐ Другое (уточните)

-
- ☐ Ничего
 - ☐ Затрудняюсь ответить

20. Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя? (можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ До 1 тыс. руб.
- ☐ До 5 тыс. руб
- ☐ До 10 тыс. руб
- ☐ До 20 тыс. руб
- ☐ До 50 тыс. руб
- ☐ Цена акции не важна
- ☐ Затрудняюсь ответить

21. Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Дивиденды
- ☐ Рост стоимости акций
- ☐ Торговый доход
- ☐ Затрудняюсь ответить

22. Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит
- ☐ Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать
- ☐ Инвестирую в акции в любом случае
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

Переход к вопросу 27

23. Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
- ☐ Высокие ставки по депозитам
- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Ничего
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

Переход к вопросу 27

24. Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ До 1 тыс. руб.
- ☐ До 5 тыс. руб
- ☐ До 10 тыс. руб
- ☐ До 20 тыс. руб
- ☐ До 50 тыс. руб
- ☐ Цена акции не важна

☐ Затрудняюсь ответить

25. Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас: *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Дивиденды

☐ Рост стоимости акций

☐ Торговый доход

☐ Затрудняюсь ответить

26. Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего: *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит

☐ Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать

☐ Инвестирую в акции в любом случае

☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

Переход к вопросу 27

27. Перед покупкой или продажей ценных бумаг я: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

☐ Изучаю новости рынка в целом

☐ Изучаю новости о компании

☐ Анализирую графики цен, объем торгов

☐ Изучаю рекомендации экспертов и аналитиков

☐ Строю математические расчеты, прогнозы

☐ Анализирую финансовые показатели компании (доход, прибыль, долг и т.д.)

☐ Консультируюсь с инвестиционным менеджером

☐ Советуюсь с друзьями, коллегами

☐ Инвестирую по совету лидеров мнений (блогеров)

☐ Читаю рассылку брокера

☐ Ничего не делаю, инвестирую в акции тех компаний, которые знаю

☐ Не занимаюсь самостоятельно, передал управляющему

☐ Другое (уточните)

☐ Нет ценных бумаг

☐ Затрудняюсь ответить

28. Оцените, пожалуйста, каким был Ваш опыт при:

	Опыт а нет	Отрицательны й	Скорее отрицательны й	Скорее положительны й	Положительны й
Осуществлени и торговых операций через робота					
Использовани и сервисов подписок с готовыми стратегиями инвестировани я					

29. Как Вам кажется, на каком уровне...

	1 – низкий уровень	2	3	4	5 – высокий уровень	Затрудняюсь ответить
Прозрачна информация по эмитентам						
Достаточно представлено эмитентов на российском рынке акций						

30. Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Промышленность
☐ Сельское хозяйство\Лесное хозяйство
☐ Строительство
☐ Транспорт
☐ Связь/телекоммуникации
☐ Торговля и общественное питание
☐ Информационно-вычислительное обслуживание
☐ Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка
☐ Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы
☐ Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение
☐ Культура и искусство
☐ Наука и научное обслуживание
☐ Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение
☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

31. Каких конкретных компаний, по Вашему мнению, не хватает на рынке, а Вы бы купили

их акций? (если Вы считаете, что компаний на рынке хватает, то напишите, пожалуйста, "хватает")

☐ Затрудняюсь ответить

32. Пользовались ли Вы хоть раз услугами финансовых маркетплейсов для подбора и покупки финансовых продуктов? Успешен ли был опыт? (можно выбрать один вариант ответа)

☐ Да, опыт был успешный

☐ Да, но опыт был неуспешный

☐ Да, опыт разный, были успешные и неуспешные сделки

☐ Не пользовался услугами финансовых маркетплейсов

☐ Затрудняюсь ответить

33. Учет Ваших активов в разных банках ведется с использованием: (можно выбрать несколько вариантов ответа)

☐ Пользуюсь одним банком

☐ Электронных таблиц (Microsoft Excel, Google Sheets и т.д.)

☐ Финансовых приложений (Mint, YNAB (You Need A Budget) или Personal Capital, CoinKeeper

☐ Банковских агрегаторов

☐ Традиционного бумажного учета

☐ Онлайн-банкинга

☐ Бухгалтерских программ

☐ Другое (напишите)

☐ Никак не веду

☐ Затрудняюсь ответить

34. Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

☐ На инвестициях не заработать

☐ Инвестиции требуют много времени

☐ Инвестиции — это сложно технически

☐ Инвестиции – это риск потерять все

☐ Мой брокер может обанкротиться

☐ Российский фондовый рынок не имеет потенциала

☐ Отсутствие сбережений

☐ Отсутствие специализированных знаний

☐ Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров

☐ Налоговые льготы недостаточны

☐ Права миноритариев недостаточно защищены

☐ Недостаточно эмитентов/отраслей

☐ Недостаточно информации об эмитентах

☐ Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус

☐ Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)

___ Другое (уточните)

___ Затрудняюсь ответить

35. Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

___ Массовый сегмент

___ Премияльный сегмент

___ Прайвет сегмент

___ Затрудняюсь ответить

36. Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени: *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Главная цель — сохранение и защита сбережений, временной горизонт невелик, готов размещать средства только в безрисковые инструменты (консервативный)

___ Главная цель - получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готов размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (умеренный)

___ Готов размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (рациональный)

___ Готов размещать средства в инструменты с высоким уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть значительно ниже суммы первоначальных инвестиций (агрессивный)

___ Готов размещать средства в инструменты с почти любым уровнем инвестиционного риска. Потери могут составить более половины суммы первоначальных инвестиций (спекулятивный)

___ Затрудняюсь ответить

37. Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

___ Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO

___ Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов

___ Я являюсь квалифицированным инвестором (статус по регулированию)

___ У меня был плохой опыт инвестирования (в том числе финансовые потери)

___ Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю

___ Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Негосударственное пенсионное обеспечение

___ Мне важен доступ к инвестициям (совершение сделок) в выходные дни или неторговые часы бирж

___ Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)

___ Я проходил/-а тесты для допуска к сложным финансовым инструментам

___ Ничего из вышеперечисленного

___ Затрудняюсь ответить

38. Какой негативный опыт инвестирования у Вас был? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Убытки
- ☐ Падение стоимости портфеля выше ожидаемого
- ☐ Банкротство эмитентов
- ☐ Комиссии брокера сверх ожидания
- ☐ Замороженные активы
- ☐ Невыгодные налоговые последствия сверх ожидания
- ☐ Негативного опыта не было

39. К какому типу инвесторов Вы себя относите на фондовом рынке? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Бык — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива увеличится
- ☐ Медведь — это тот, кто ожидает, что рыночная цена конкретной ценной бумаги или актива упадет
- ☐ Скальпер/Дейтрейдеры — это активный участник торгов
- ☐ Спредер — это тот, кто работает на фьючерсных рынках
- ☐ Ничего из вышеперечисленного
- ☐ Затрудняюсь ответить

40. Оцените в целом свой опыт на фондовом рынке (в части успеха/дохода): *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Больше заработал, чем потерял
- ☐ Больше потерял, чем заработал
- ☐ Остался при том же объеме средств
- ☐ Затрудняюсь ответить

Благодарим Вас за честные ответы!

Анкета №3. Тренды развития рынка долевых ценных бумаг в России (для респондентов, которые обладают счетом у российского брокера и не обладают какими-либо инструментами на российском фондовом рынке)

1. Напишите, пожалуйста, сколько Вам полных лет:

2. Укажите Ваш пол: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Мужской
- ☐ Женский

3. В каком регионе страны Вы постоянно проживаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Москва
- ☐ Санкт-Петербург
- ☐ Севастополь
- ☐ ... *(далее все субъекты РФ в алфавитном порядке)*
- ☐ Проживаю за границей

4. Какое у Вас образование? *(можно выбрать один вариант ответа)*
- ☐ Среднее образование (10 или 11 классов)
 - ☐ Среднее специальное образование (ПТУ, техникум, колледж)
 - ☐ Незаконченное высшее (с 3-го курса вуза)
 - ☐ Высшее образование (бакалавриат/специалитет)
 - ☐ Высшее образование (магистратура)
 - ☐ Два и более высших, ученая степень кандидата или доктора наук
5. В какой области Вы получили/получаете образование? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*
- ☐ Физической
 - ☐ Математической
 - ☐ ИТ
 - ☐ Экономической
 - ☐ Гуманитарной
 - ☐ Медицинской
 - ☐ Инженерной
 - ☐ Юридической
 - ☐ Другое (уточните)
-
6. На чем специализируется компания, в которой Вы работаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*
- ☐ Административная деятельность(управление)
 - ☐ Здравоохранение
 - ☐ ИТ
 - ☐ Культура
 - ☐ Образование
 - ☐ Производство/промышленность
 - ☐ Связь и коммуникации (СМИ)
 - ☐ Сельское хозяйство (в том числе лесное, рыбное)
 - ☐ Сервисы или услуги населению
 - ☐ Социальное обслуживание
 - ☐ Строительство
 - ☐ Транспорт
 - ☐ Торговля
 - ☐ Финансы и экономика
 - ☐ Энергетика
 - ☐ Юриспруденция
 - ☐ Другое (уточните)
-
- ☐ Я не работаю
7. Есть ли у Вас собственный бизнес? *(можно выбрать один вариант ответа)*
- ☐ Да, я собственник/соучредитель

☐ Нет

8. Укажите, какой общий объем сбережений в России у Вас имеется (в т.ч. текущие счета, накопительные счета, депозиты, ДУ, ценные бумаги, паи в ПИФах брокерские счета, металлические счета)? *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ до 500 000 рублей
☐ до 1 млн рублей
☐ до 5 млн рублей
☐ до 10 млн рублей
☐ до 25 млн рублей
☐ до 50 млн рублей
☐ до 100 млн рублей
☐ до 500 млн рублей
☐ свыше 501 млн рублей
☐ нет сбережений
☐ Затрудняюсь ответить

При выборе варианта ответа «Нет сбережений» опрос завершается

9. Какой промежуток времени Вы представляете, когда говорят о "длинных деньгах"? *(можно выбрать один вариант ответа)*

☐ менее 1 года
☐ от 1 до 3 лет
☐ от 3 до 5 лет
☐ от 5 до 10 лет
☐ больше 10 лет
☐ Затрудняюсь ответить

10. Выберите, пожалуйста, финансовые инструменты, которые у Вас есть: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
☐ Металлические счета
☐ Криптовалюта
☐ Другое (уточните)

11. Расставьте инструменты в приоритете, котором предпочли бы их использовать для хранения денег, где 1 – самый предпочтительный, а 7 – наименее предпочтительный:

☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)

- ☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
- ☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
- ☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
- ☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
- ☐ Металлические счета
- ☐ Криптовалюта

12. Есть ли у Вас:

	Да	Нет
Счет у российского брокера		
Какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)		

13. Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции?
(можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
- ☐ Высокие ставки по депозитам
- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Ничего
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

14. Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике? (можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Промышленность
- ☐ Сельское хозяйство\Лесное хозяйство
- ☐ Строительство
- ☐ Транспорт
- ☐ Связь/телекоммуникации
- ☐ Торговля и общественное питание
- ☐ Информационно-вычислительное обслуживание
- ☐ Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка
- ☐ Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы
- ☐ Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение
- ☐ Культура и искусство
- ☐ Наука и научное обслуживание
- ☐ Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение

___ Другое (уточните)

___ Затрудняюсь ответить

15. Каких конкретных компаний, по Вашему мнению, не хватает на рынке, а Вы бы купили их акции? *(если Вы считаете, что компаний на рынке хватает, то напишите, пожалуйста, "хватает")*
-

___ Затрудняюсь ответить

16. Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ___ На инвестициях не заработать
- ___ Инвестиции требуют много времени
- ___ Инвестиции — это сложно технически
- ___ Инвестиции – это риск потерять все
- ___ Мой брокер может обанкротиться
- ___ Российский фондовый рынок не имеет потенциала
- ___ Отсутствие сбережений
- ___ Отсутствие специализированных знаний
- ___ Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров
- ___ Налоговые льготы недостаточны
- ___ Права миноритариев недостаточно защищены
- ___ Недостаточно эмитентов/отраслей
- ___ Недостаточно информации об эмитентах
- ___ Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус
- ___ Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)
- ___ Другое (уточните)
-

___ Затрудняюсь ответить

17. Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ___ Массовый сегмент
- ___ Премиальный сегмент
- ___ Прайвет сегмент
- ___ Затрудняюсь ответить

18. Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ___ Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO
- ___ Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов
- ___ Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю
- ___ Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Негосударственное пенсионное обеспечение
- ___ Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)

- ☐ Ничего из вышеперечисленного
☐ Затрудняюсь ответить

Благодарим Вас за честные ответы!

Анкета №4. Тренды развития рынка долевого ценного бумага в России (для респондентов, которые не обладают счетом у российского брокера и не обладают какими-либо инструментами на российском фондовом рынке)

1. Напишите, пожалуйста, сколько Вам полных лет:

2. Укажите Ваш пол: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Мужской
☐ Женский

3. В каком регионе страны Вы постоянно проживаете? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Москва
☐ Санкт-Петербург
☐ Севастополь
☐ ... *(далее все субъекты РФ в алфавитном порядке)*
☐ Проживаю за границей

4. Какое у Вас образование? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Среднее образование (10 или 11 классов)
☐ Среднее специальное образование (ПТУ, техникум, колледж)
☐ Незаконченное высшее (с 3-го курса вуза)
☐ Высшее образование (бакалавриат/специалитет)
☐ Высшее образование (магистратура)
☐ Два и более высших, ученая степень кандидата или доктора наук

5. В какой области Вы получили/получаете образование? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Физической
☐ Математической
☐ ИТ
☐ Экономической
☐ Гуманитарной
☐ Медицинской
☐ Инженерной
☐ Юридической
☐ Другое (уточните)
-

6. На чем специализируется компания, в которой Вы работаете? *(можно выбрать один*

вариант ответа)

- ☐ Административная деятельность(управление)
- ☐ Здравоохранение
- ☐ ИТ
- ☐ Культура
- ☐ Образование
- ☐ Производство/промышленность
- ☐ Связь и коммуникации (СМИ)
- ☐ Сельское хозяйство (в том числе лесное, рыбное)
- ☐ Сервисы или услуги населению
- ☐ Социальное обслуживание
- ☐ Строительство
- ☐ Транспорт
- ☐ Торговля
- ☐ Финансы и экономика
- ☐ Энергетика
- ☐ Юриспруденция
- ☐ Другое (уточните)

☐ Я не работаю

7. Есть ли у Вас собственный бизнес? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Да, я собственник/соучредитель
- ☐ Нет

8. Укажите, какой общий объем сбережений в России у Вас имеется (в т.ч. текущие счета, накопительные счета, депозиты, ДУ, ценные бумаги, паи в ПИФах брокерские счета, металлические счета)? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ до 500 000 рублей
- ☐ до 1 млн рублей
- ☐ до 5 млн рублей
- ☐ до 10 млн рублей
- ☐ до 25 млн рублей
- ☐ до 50 млн рублей
- ☐ до 100 млн рублей
- ☐ до 500 млн рублей
- ☐ свыше 501 млн рублей
- ☐ нет сбережений
- ☐ Затрудняюсь ответить

При выборе варианта ответа «Нет сбережений» опрос завершается

9. Какой промежуток времени Вы представляете, когда говорят о "длинных деньгах"?
(можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ менее 1 года
- ☐ от 1 до 3 лет

- ☐ от 3 до 5 лет
☐ от 5 до 10 лет
☐ больше 10 лет
☐ Затрудняюсь ответить

10. Выберите, пожалуйста, финансовые инструменты, которые у Вас есть: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
☐ Металлические счета
☐ Криптовалюта
☐ Другое (уточните)
-

11. Расставьте инструменты в приоритете, котором предпочли бы их использовать для хранения денег, где 1 – самый предпочтительный, а 7 – наименее предпочтительный:

- ☐ Рублевые банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Валютные банковские инструменты в России (депозиты, текущие счета, накопительные счета)
☐ Инвестиции (ценные бумаги, доверительное управление, ПИФы)
☐ Зарубежные банковские инструменты (текущие счета, депозиты)
☐ Зарубежные инвестиционные инструменты
☐ Металлические счета
☐ Криптовалюта

12. Есть ли у Вас:

	Да	Нет
Счет у российского брокера		
Какие-либо инструменты на российском фондовом рынке (акции, облигации и др.)		

13. Планируете ли Вы инвестирование в рынок акций на горизонте 3-х лет? *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Да
☐ Нет

Те, кто в вопросе 13 выбрал вариант ответа «Да», переходят к вопросу 14

Те, кто в вопросе 13 выбрал вариант ответа «Нет», переходят к вопросу 33

14. Пожалуйста, оцените Ваши качества в сфере инвестиций

	1 - отсутствует	2	3	4	5 - развит(а) на высоком уровне
Образованность в сфере инвестиций					
Опыт инвестирования					

15. Ваши базовые знания в области инвестиций были получены: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Из групп, сообществ и каналов финансовой направленности в социальных сетях
- ☐ На аналитических платформах (например, Bloomberg Terminal, Google Finance, Refinitiv Eikon, TradingView и др.)
- ☐ На платформах с курсами (например, Skillbox, Coursera, Нетология и др.)
- ☐ Из официальных интернет-сайтов, приложений банков, предоставляющих возможность инвестировать
- ☐ На своей работе
- ☐ В процессе обучения по своей специальности (в вузе, СПО)
- ☐ Из книг финансовой направленности
- ☐ Посредством обращения к экспертам в области инвестирования
- ☐ Из консультаций инвестиционного менеджера
- ☐ Из каналов видеохостингов известных инвест-блогеров
- ☐ Другое (уточните)
-
- ☐ Не получал/-а базовые знания
- ☐ Затрудняюсь ответить

16. Какие из представленных ниже мотивов инвестирования соответствуют Вашим? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Получение источника пассивного дохода
- ☐ Формирование финансовой подушки
- ☐ Краткосрочные накопления для какой-либо цели
- ☐ Пенсионные накопления
- ☐ Накопления на крупную покупку
- ☐ Получение знаний и навыков в новой сфере финансового рынка
- ☐ Сохранение собственного капитала от инфляции
- ☐ Источник основного дохода
- ☐ Диверсификация инструментов инвестирования
- ☐ Получение различных налоговых льгот
- ☐ Нравится эмитент
- ☐ Я-акционер работодателя
- ☐ Быть в тренде, собственный интерес
- ☐ Другое (уточните)

☐ Ничего из вышеперечисленного

17. Какой максимальный процент от Вашего дохода Вы хотели бы инвестировать в акции?

	0%	до 10%	до 20%	до 40%	до 60%	больше 60%	Затрудняюсь ответить
Максимальный процент, который хотел бы инвестировать							

18. Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции?
(можно выбрать несколько вариантов ответа)

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
- ☐ Высокие ставки по депозитам
- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Другое (уточните)

- ☐ Ничего
- ☐ Затрудняюсь ответить

19. Какую максимальную цену 1 акции Вы считаете комфортной для себя? (можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ До 1 тыс. руб.
- ☐ До 5 тыс. руб.
- ☐ До 10 тыс. руб.
- ☐ До 20 тыс. руб.
- ☐ До 50 тыс. руб.
- ☐ Цена акции не важна
- ☐ Затрудняюсь ответить

20. Вид дохода, который является более предпочтительным для Вас: (можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ Дивиденды
- ☐ Рост стоимости акций
- ☐ Торговый доход
- ☐ Затрудняюсь ответить

21. Выберите утверждение, которое подходит Вам больше всего: (можно выбрать один вариант ответа)

- ☐ Если ставка по депозиту будет выше доходности акций более, чем на 5%, то выведу на депозит

___ Если ставка по депозиту будет ниже доходности акций более, чем на 5%, то буду активнее инвестировать

___ Инвестирую в акции в любом случае

___ Другое (уточните)

___ Затрудняюсь ответить

22. Перед покупкой или продажей ценных бумаг я: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

___ Изучаю новости рынка в целом

___ Изучаю новости о компании

___ Анализирую графики цен, объем торгов

___ Изучаю рекомендации экспертов и аналитиков

___ Строю математические расчеты, прогнозы

___ Анализирую финансовые показатели компании (доход, прибыль, долг и т.д.)

___ Консультируюсь с инвестиционным менеджером

___ Советуюсь с друзьями, коллегами

___ Инвестирую по совету лидеров мнений (блогеров)

___ Читаю рассылку брокера

___ Ничего не делаю, инвестирую в акции тех компаний, которые знаю

___ Не занимаюсь самостоятельно, передал управляющему

___ Другое (уточните)

___ Нет ценных бумаг

___ Затрудняюсь ответить

23. Хотели бы Вы получить прямой доступ на биржу при совершении инвестиционных операций? *(можно выбрать один вариант ответа)*

___ Да, хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Да, хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Нет, не хочу, так как для меня ЕСТЬ разница между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Нет, не хочу, при этом для меня НЕТ разницы между доступом к бирже напрямую или через брокера

___ Затрудняюсь ответить

24. Как Вам кажется, на каком уровне...

	1 – низкий уровень	2	3	4	5 – высокий уровень	Затрудняюсь ответить
Прозрачна информация по эмитентам						
Достаточно представлено эмитентов на российском рынке						

акций						
-------	--	--	--	--	--	--

25. Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Промышленность
☐ Сельское хозяйство\Лесное хозяйство
☐ Строительство
☐ Транспорт
☐ Связь/телекоммуникации
☐ Торговля и общественное питание
☐ Информационно-вычислительное обслуживание
☐ Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка
☐ Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы
☐ Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение
☐ Культура и искусство
☐ Наука и научное обслуживание
☐ Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение
☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

26. Каких конкретных компаний, по Вашему мнению, не хватает на рынке, а Вы бы купили их акции? *(если Вы считаете, что компаний на рынке хватает, то напишите, пожалуйста, "хватает")*

☐ Затрудняюсь ответить

27. Учет Ваших активов в разных банках/брокеров ведется с использованием: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Пользуюсь одним банком/брокером
☐ Электронных таблиц (Microsoft Excel, Google Sheets и т.д.)
☐ Финансовых приложений (Mint, YNAB (You Need A Budget) или Personal Capital, CoinKeeper
☐ Банковских агрегаторов
☐ Традиционного бумажного учета
☐ Онлайн-банкинга и брокерских платформ
☐ Бухгалтерских программ
☐ Другое (напишите)

☐ Никак не веду

☐ Затрудняюсь ответить

28. Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ На инвестициях не заработать

- ☐ Инвестиции требуют много времени
- ☐ Инвестиции — это сложно технически
- ☐ Инвестиции – это риск потерять все
- ☐ Мой брокер может обанкротиться
- ☐ Российский фондовый рынок не имеет потенциала
- ☐ Отсутствие сбережений
- ☐ Отсутствие специализированных знаний
- ☐ Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров
- ☐ Налоговые льготы недостаточны
- ☐ Права миноритариев недостаточно защищены
- ☐ Недостаточно эмитентов/отраслей
- ☐ Недостаточно информации об эмитентах
- ☐ Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус
- ☐ Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

29. Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Массовый сегмент
- ☐ Премияльный сегмент
- ☐ Прайвет сегмент
- ☐ Затрудняюсь ответить

30. Выберите утверждение, которое характеризует Ваше инвестиционное поведение в большей степени: *(можно выбрать один вариант ответа)*

- ☐ Главная цель — сохранение и защита сбережений, временной горизонт невелик, готов размещать средства только в безрисковые инструменты (консервативный)
- ☐ Главная цель - получить более высокую доходность и защитить свои средства от инфляции, готов размещать средства в инструменты с минимальным уровнем инвестиционного риска (умеренный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с разумным уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть ниже суммы первоначальных инвестиций в краткосрочной перспективе (рациональный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с высоким уровнем инвестиционного риска. Стоимость активов может упасть значительно ниже суммы первоначальных инвестиций (агрессивный)
- ☐ Готов размещать средства в инструменты с почти любым уровнем инвестиционного риска. Потери могут составить более половины суммы первоначальных инвестиций (спекулятивный)
- ☐ Затрудняюсь ответить

31. Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO
- ☐ Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов
- ☐ Я являюсь квалифицированным инвестором (статус по регулированию)

- ☐ Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю
- ☐ Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Негосударственное пенсионное обеспечение
- ☐ Мне важен доступ к инвестициям (совершение сделок) в выходные дни или неторговые часы бирж
- ☐ Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)
- ☐ Я проходил/-а тесты для допуска к сложным финансовым инструментам
- ☐ Ничего из вышеперечисленного
- ☐ Затрудняюсь ответить

32. Какой негативный опыт инвестирования у Вас был? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Убытки
- ☐ Падение стоимости портфеля выше ожидаемого
- ☐ Банкротство эмитентов
- ☐ Комиссии брокера сверх ожидания
- ☐ Замороженные активы
- ☐ Невыгодные налоговые последствия сверх ожидания
- ☐ Негативного опыта не было

Опрос завершается для тех, кто в вопросе 13 выбрал вариант ответа «Да»

33. Что в настоящее время является для Вас препятствием для инвестирования в акции? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Недостаточно компаний на фондовом рынке
- ☐ Высокие ставки по депозитам
- ☐ Недостаточно собственного дохода
- ☐ Недостаточно знаний о финансовых инструментах
- ☐ Отсутствие рыночных инструментов хеджирования
- ☐ Отсутствие поддержки государства (например, налоговые льготы)
- ☐ Отсутствие удобных платформ для инвестирования
- ☐ Низкая прозрачность и стабильность дивидендных выплат
- ☐ Нет предложения стать акционером компании, в которой я работаю
- ☐ Ничего
- ☐ Другое (уточните)

☐ Затрудняюсь ответить

34. Какие отрасли Вы считаете наиболее перспективными в экономике? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)*

- ☐ Промышленность
- ☐ Сельское хозяйство\Лесное хозяйство
- ☐ Строительство
- ☐ Транспорт
- ☐ Связь/телекоммуникации
- ☐ Торговля и общественное питание

- ☐ Информационно-вычислительное обслуживание
 - ☐ Общая коммерческая деятельность по обеспечению функционирования рынка
 - ☐ Геология и разведка недр, геодезическая и гидрометеорологическая службы
 - ☐ Здравоохранение, физическая культура и социальное обеспечение
 - ☐ Культура и искусство
 - ☐ Наука и научное обслуживание
 - ☐ Финансы, кредит, страхование, пенсионное обеспечение
 - ☐ Другое (уточните)
-

☐ Затрудняюсь ответить

35. Каких конкретных компаний, по Вашему мнению, не хватает на рынке, а Вы бы купили их акции? *(если Вы считаете, что компаний на рынке хватает, то напишите, пожалуйста, "хватает")*
-

☐ Затрудняюсь ответить

36. Что, по Вашему мнению, может сдерживать людей от инвестирования в фондовый рынок? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)* (Множественный выбор)

- ☐ На инвестициях не заработать
 - ☐ Инвестиции требуют много времени
 - ☐ Инвестиции — это сложно технически
 - ☐ Инвестиции – это риск потерять все
 - ☐ Мой брокер может обанкротиться
 - ☐ Российский фондовый рынок не имеет потенциала
 - ☐ Отсутствие сбережений
 - ☐ Отсутствие специализированных знаний
 - ☐ Недостаточная экспертиза инвестиционных менеджеров
 - ☐ Налоговые льготы недостаточны
 - ☐ Права миноритариев недостаточно защищены
 - ☐ Недостаточно эмитентов/отраслей
 - ☐ Недостаточно информации об эмитентах
 - ☐ Постоянное изменение цены активов, в том числе в минус
 - ☐ Вклады выгоднее (высокие ставки, есть гарантии, страхование вкладов)
 - ☐ Другое (уточните)
-

☐ Затрудняюсь ответить

37. Укажите, в каком сегменте Вы обслуживаетесь в банке или сами себя относите? *(можно выбрать несколько вариантов ответа)* (Множественный выбор)

- ☐ Массовый сегмент
- ☐ Премиальный сегмент
- ☐ Прайвет сегмент
- ☐ Затрудняюсь ответить

38. Выберите из списка утверждения, с которыми Вы согласны: *(можно выбрать несколько вариантов ответа)* (Множественный выбор)

- ☐ Мне интересны сделки с непубличными компаниями на внебиржевом рынке Pre IPO
- ☐ Мне хотелось бы получать информацию о сделках успешных инвесторов
- ☐ Мне хотелось бы стать сотрудником-акционером организации, в которой я работаю
- ☐ Мне бы хотелось вступить в Программу долгосрочных сбережений/Негосударственное пенсионное обеспечение
- ☐ Я пользуюсь маржинальным кредитованием (торгую с плечом)
- ☐ Ничего из вышеперечисленного
- ☐ Затрудняюсь ответить

Благодарим Вас за честные ответы!

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Моделирование капитализации фондового рынка России

1. Построение модели абсолютных уровней капитализации фондового рынка России

Для моделирования уровня капитализации фондового рынка, в результате теоретического анализа экономической конъюнктуры исследуемого периода, с учетом опыта российских и зарубежных исследователей, были отобраны следующие макроэкономические переменные:

SMC – уровень капитализации фондового рынка (трлн руб.); *Y* – номинальный валовой внутренний продукт России (ВВП, трлн руб.); *M2* – агрегат денежной массы (трлн руб.) – сумма наличных денег в обращении и безналичных средств); *VST* – среднедневной объём торгов акциями (млрд руб.); *ABS* – стоимость активов банковского сектора (трлн руб.); *LIR* – средняя долгосрочная ставка ОФЗ (%), *USA* – цена доллара США (руб.), *SPS* – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни капитализации фондового рынка неблагоприятных событий: санкций 2014 г., пандемии 2020 г., начала СВО на Украине в 2022 г. Формирование значений переменной *SPS* выполнено по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Эмпирический анализ модели зависимости капитализации фондового рынка от перечисленных выше макроэкономических факторов был выполнен по квартальным данным с 4 квартала 2011 г. по 4 квартал 2023 г. включительно.

Применение квартальных данных приводит к необходимости оценки и исключения сезонных составляющих, так как неучтенная сезонность в составе случайных возмущений модели увеличивает дисперсии оценок параметров и снижает их эффективность. Поэтому временные ряды макроэкономических переменных модели капитализации фондового рынка были проверены на статистическую значимость влияния сезонных колебаний. Значимые сезонные составляющие удалены из уровней ВВП и цепного прироста денежной массы.

Для исключения возможности построения ложной регрессии выборочные данные при помощи стандартных эконометрических процедур были проверены на стационарность. Все упомянутые выше временные ряды являются нестационарными и принадлежат классу $I(1)$ за исключением агрегата денежной массы и активов банковского сектора, которые имеют порядок коинтеграции равный двум $I(2)$. Если временные ряды переменных, включенных в модель, имеют разный порядок коинтегрированности, разную динамику и различные основные характеристики, построение модели теряет смысл, и оцениваемая модель представляет собой ложную регрессию. По этой причине вместо агрегата денежной

массы и активов банковского сектора в модель капитализации фондового рынка включены цепной прирост денежной массы ($DM2$, трлн руб) и цепной прирост активов банковского сектора ($DABS$, трлн руб).

Для решения проблемы ложной регрессии в моделях эндогенные и/или экзогенные переменные которых являются интегрируемыми порядка 1, в спецификацию включаются их лаговые значения. Такая процедура генерирует стационарный временной ряд возмущений модели $I(0)$, что обеспечивает состоятельность МНК-оценок параметров. Поэтому в качестве спецификации модели зависимости уровня капитализации фондового рынка от выбранных макроэкономических переменных, с учетом свойств временных рядов, описывающих их динамику, в работе выбрана модель авторегрессии-распределенных лагов $ADL(1,1)$ (*autoregressive distributed lags*):

$$SMC_t = a_0 + a_1 \cdot SMC_{t-1} + b_0 \cdot Y_t + b_1 \cdot Y_{t-1} + c_0 \cdot LIR_t + c_1 \cdot LIR_{t-1} + \\ + d_0 \cdot VST_t + d_1 \cdot VST_{t-1} + e_0 \cdot DM2_t + e_1 \cdot DM2_{t-1} + \\ + f_0 \cdot USA_t + f_1 \cdot USA_{t-1} + g_0 \cdot DABS_t + g_1 \cdot DABS_{t-1} + h \cdot SPS_t + u_t, \quad (1)$$

где u_t — случайное возмущение.

Индексы у параметров модели совпадают с величиной лага: у параметров при текущих значениях переменных — 0, у параметров при лаговых значениях переменных — 1. Модель (1) является коинтегрированной регрессией. После оценивания модели (1) и удаления статистически незначимых регрессоров, спецификация оцененной модели капитализации фондового рынка приняла вид:

$$SMC_t = 0,53 \cdot SMC_{t-1} + 0,84 \cdot Y_t - 0,79 \cdot LIR_t + 0,07 \cdot VST_t - 1,8 \cdot DM2_t + \\ + 0,07 \cdot USA_t - 0,24 \cdot DABS_t - 5,44 \cdot SPS_t + u_t. \quad (2)$$

В таблице 1 приводится протокол оцененной модели.

Таблица 1 – Результаты оцененной модели капитализации фондового рынка

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
SMC_{t-1}	0,52950	0,04954	10,688	3,76e-13 ***
Y_t	0,84057	0,08508	9,880	3,60e-12 ***
LIR_t	-0,78913	0,11111	-75,102	1,55e-08 ***
VST_t	0,06744	0,01309	,153	7,71e-06 ***
$DM2_t$	-1,79388	0,25942	-6,915	2,80e-08 ***
USA_t	0,07027	0,02481	2,832	0,007283 **
$DABS_t$	-0,24436	0,06642	-3,679	0,000706 ***
SPS_t	-5,43776	0,37355	-14,557	2e-16

Для оценки параметров модели использован метод наименьших квадратов, корректность применения которого была подтверждена проведением диагностических тестов на проверку выполнения предпосылок теоремы Гаусса-Маркова. Диагностика предпосылок модели выполнялась при помощи тестов учитывающих структуру

регрессоров в её спецификации. Гомоскедастичность возмущений модели проверена тестом Бреуша-Пагана ($BP = 9,6228$, $p\text{-value} = 0,211$). В результате теста Бреуша-Годфри, применимого к авторегрессионным моделям, нулевая гипотеза об отсутствии автокорреляции ($LM\ test = 0,1105$, $p\text{-value} = 0,7396$) не отклонена. Тест Рамсея подтвердил корректность выбора спецификации в форме линейной регрессии ($RESET = 3,1131$, $p\text{-value} = 0,05629$). Тест Харке-Бера использован для проверки нормальности распределения возмущений ($X\text{-squared}: 2,0506$, $p\text{-value} = 0,3587$).

После оценки модели, о правильности выбора её спецификации можно судить по результатам проверки остатков на стационарность — остатки адекватной модели должны быть белым шумом.

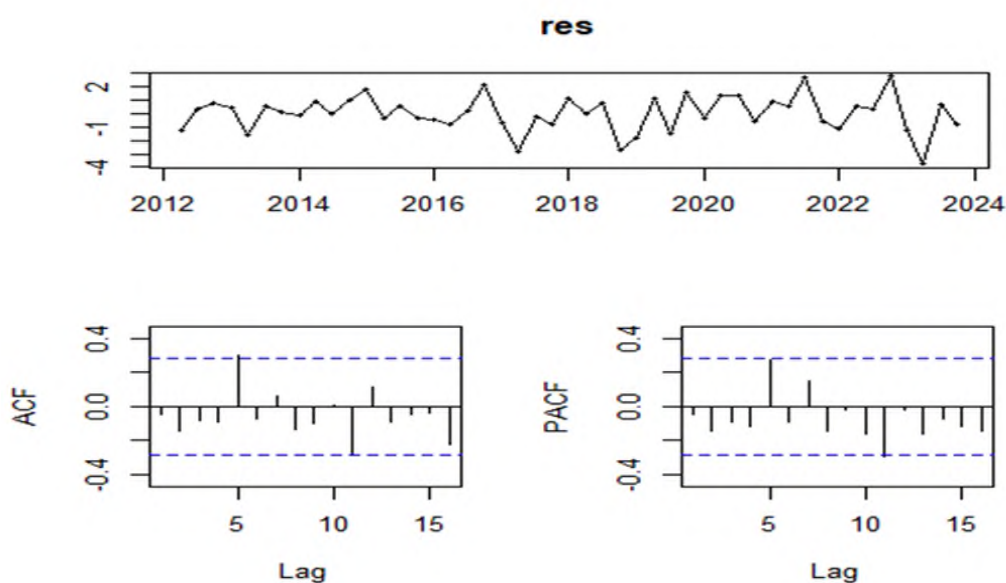


Рисунок 1. График случайных остатков и его корреляционные характеристики

На рисунке 1 представлен график временного ряда остатков модели (2) и две коррелограммы (автокорреляционной (ACF) и частной автокорреляционной функций ($PACF$)). Как видно из рисунка 1, нулевая гипотеза о равенстве нулю значений ACF и $PACF$ для всех лагов не отвергается, так как ни одно значение не превышает уровень значимости (пунктирные линии на графике).

Для исследования стабильности оценок коэффициентов модели (2) выполнен анализ динамики коэффициентов модели, оцененных по кумулятивным выборкам. Интервалы наблюдений для кумулятивных выборок представлены в таблице 2.

Таблица 2 – Интервалы наблюдений для кумулятивных выборок

Номер интервала (N)	Выборка	Номер интервала (N)	Выборка
1	2 кв. 2012–4 кв. 2016	4	2 кв. 2012–4 кв.
2	2 кв. 2012–4 кв. 2018	5	2 кв. 2012–4 кв.
3	2 кв. 2012–4 кв. 2020	-	-

В таблице 3 приведены оценки коэффициентов модели капитализации фондового рынка (2), вычисленные по кумулятивным выборкам (объёмом n) из таблицы 2. Эти данные позволяют судить об устойчивости оценок коэффициентов модели.

Таблица 3 – Оценки коэффициентов модели капитализации фондового рынка

N	n	SPS_t	$DABS_t$	USA_t	$DM2_t$	VST_t	LIR_t	Y_t	SMC_{t-1}
1	20	-7,454	-0,398	0,038	-3,603	0,014	-0,467	0,938	0,554
2	28	-6,462	-0,379	0,068	-2,756	0,084	-0,761	1,029	0,406
3	36	-5,562	-0,270	0,084	-1,862	0,093	-0,849	0,987	0,390
4	44	-6,173	-0,262	0,073	-2,053	0,093	-0,981	1,116	0,366
5	48	-5,438	-0,244	0,070	-1,794	0,067	-0,789	0,841	0,529

В таблице 4 приведены результаты *ex-post* прогнозов на интервалах наблюдений кумулятивных выборок (таблица 2) по модели с коэффициентами из таблицы 3 и истинные ошибки *ex-post* прогнозов объективно характеризующие качество модели (2).

Таблица 4 – *Ex-post* прогнозы капитализации фондового рынка

Номер интервала	1		2		3		4	
t	ex-post прогн.	ошибк и	ex-post прогн.	ошибк и	ex-post прогн.	Ошибк и	ex-post прогн.	Ошибк и
4 кв. 2016	37,40	-0,35						
1 кв. 2017	35,91	0,99						
2 кв. 2017	35,06	2,32						
3 кв. 2017	36,84	1,10						
4 кв. 2017	37,30	1,41						
1 кв. 2018	36,86	-1,79						
2 кв. 2018	36,91	-1,99						
3 кв. 2018	42,68	0,29						
4 кв. 2018	43,28	3,56						
1 кв. 2019	44,67	3,34	43,31	1,98				
2 кв. 2019	43,16	-1,88	43,10	-1,94				
3 кв. 2019	45,26	0,53	44,73	0,00				
4 кв. 2019	45,56	-3,08	45,69	-2,95				
1 кв. 2020	30,77	-8,87	34,97	-4,67				
2 кв. 2020	37,06	-6,61	41,56	-2,11				
3 кв. 2020	37,35	-7,70	40,19	-4,86				
4 кв. 2020	47,67	-3,76	50,55	-0,88				
1 кв. 2021	50,45	-5,97	53,73	-2,69	56,57	0,16		

2 кв. 2021	55,25	-4,58	57,53	-2,30	59,98	0,14		
3 кв. 2021	58,55	-6,35	60,00	-4,90	62,22	-2,68		
4 кв. 2021	54,78	-7,83	59,74	-2,86	64,89	2,28		
1 кв. 2022	34,63	-12,60	42,06	-5,17	49,08	1,85		
2 кв. 2022	43,43	2,57	44,56	3,69	43,52	2,66		
3 кв. 2022	25,34	-8,32	30,00	-3,66	33,75	0,08		
4 кв. 2022	26,91	-11,33	31,16	-7,08	34,51	-3,73		
1 кв. 2023	38,41	-4,84	41,95	-1,30	43,70	0,44	45,37	2,11
2 кв. 2023	46,16	-2,98	50,38	1,25	52,24	3,11	53,92	4,79
3 кв. 2023	45,63	-12,11	52,46	-5,28	56,84	-0,89	58,74	1,00
4 кв. 2023	48,06	-8,92	53,41	-3,58	58,20	1,21	59,50	2,52

С помощью эконометрических диагностических процедур подтверждено высокое качество построенной модели. Модель может быть использована для объяснения вклада макроэкономических факторов в формирование величины капитализации фондового рынка России.

2. Построение модели относительных уровней капитализации фондового рынка России

В эконометрической модели удельной капитализации фондового рынка России использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [2 кв. 2018–4 кв. 2023]:

RCY_t – отношение капитализации фондового рынка SMC_t к аннуализированным квартальным уровня YA_t номинального ВВП (%);

LIR_t – ставка по долгосрочным ОФЗ (%);

$TVST_t$ – среднесуточный объём торгов акциями (млрд руб.);

USA_t – прямой обменный курс национальной валют;

Y_t – квартальные уровни номинального ВВП (трлн руб.);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни RCY_t неблагоприятных событий. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды за исключением SPS_t являются нестационарными и принадлежат классу $I(1)$.

В таблице 5 приведены аннуализированные суммированием квартальные уровни YA_t номинального ВВП (трлн руб.) и уровни удельной капитализации RCY_t фондового рынка России, вычисленные по значениям YA_t (%). Далее представлен график временного ряда RCY_t .

Таблица 5 – Аннуализированные квартальные уровни YA_t

t	YA_t	RCY_t	t	YA_t	RCY_t
1 кв. 2012			1 кв. 2018	94,0	42,4
2 кв. 2012		34,4	2 кв. 2018	97,1	40,6
3 кв. 2012	66,4	36,1	3 кв. 2018	100,5	41,1
4 кв. 2012	68,1	35,5	4 кв. 2018	103,7	37,6
1 кв. 2013	69,5	35,4	1 кв. 2019	106,1	40,1
2 кв. 2013	70,6	32,1	2 кв. 2019	107,9	42,4
3 кв. 2013	71,8	33,7	3 кв. 2019	109,0	40,0
4 кв. 2013	73,0	34,0	4 кв. 2019	109,7	43,6
1 кв. 2014	74,1	32,0	1 кв. 2020	110,0	37,2
2 кв. 2014	75,7	33,6	2 кв. 2020	107,0	41,4
3 кв. 2014	77,1	28,9	3 кв. 2020	106,5	41,3
4 кв. 2014	79,0	28,4	4 кв. 2020	107,5	47,0
1 кв. 2015	80,3	34,7	1 кв. 2021	111,1	52,3
2 кв. 2015	81,0	34,1	2 кв. 2021	119,8	50,7
3 кв. 2015	82,2	33,1	3 кв. 2021	127,1	49,8
4 кв. 2015	83,1	34,0	4 кв. 2021	135,2	45,5
1 кв. 2016	83,5	38,5	1 кв. 2022	145,1	33,5
2 кв. 2016	84,3	38,2	2 кв. 2022	150,3	27,6
3 кв. 2016	84,7	38,8	3 кв. 2022	153,4	21,4
4 кв. 2016	85,6	43,3	4 кв. 2022	155,6	24,1
1 кв. 2017	87,5	41,1	1 кв. 2023	154,7	28,8
2 кв. 2017	89,0	37,3	2 кв. 2023	158,0	31,6
3 кв. 2017	90,4	38,5	3 кв. 2023	164,0	34,3
4 кв. 2017	91,8	38,4	4 кв. 2023	171,5	32,6

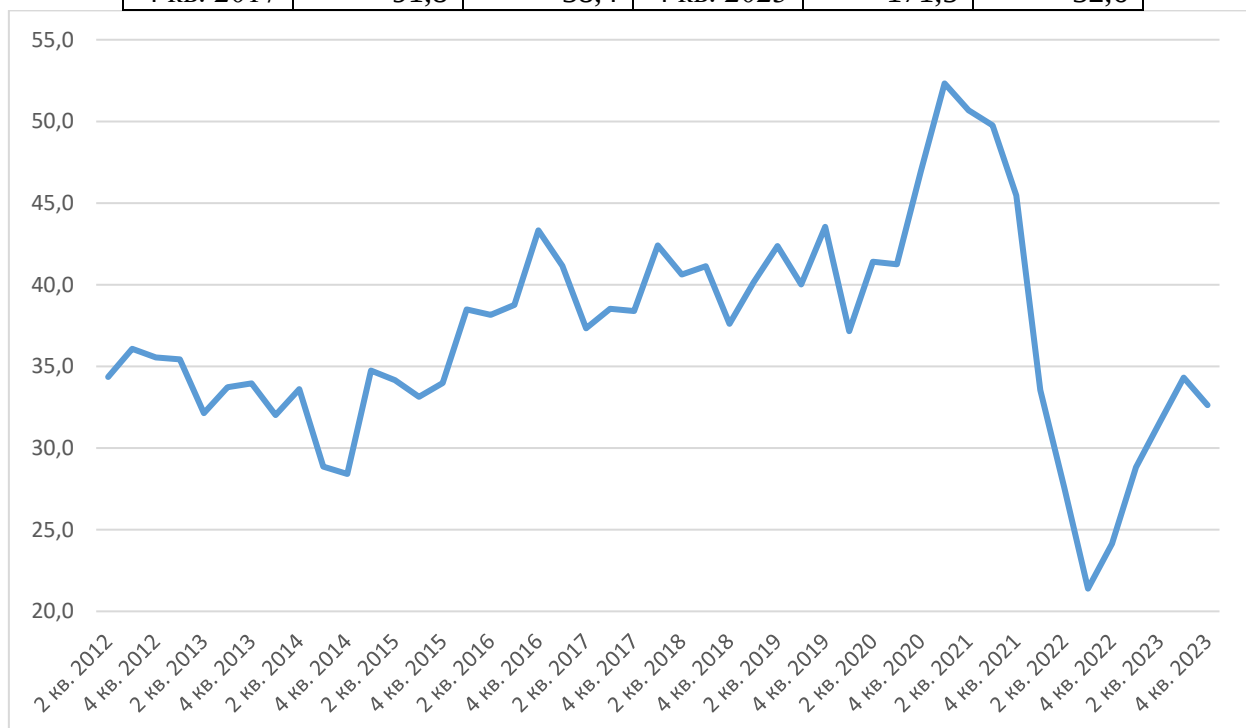


Рис. 2. Аннуализированные уровни удельной капитализации

Нестационарность используемых временных рядов требует принять для объяснения уровней переменной RCY_t модель авторегрессии-распределённых лагов $ADL(1,1)$. Спецификация модели имеет вид:

$$RCY_t = a_0 + a_1 \cdot RCY_{t-1} + b_0 \cdot Y_t + b_1 \cdot Y_{t-1} + c_0 \cdot LIR_t + c_1 \cdot LIR_{t-1} + \\ + d_0 \cdot TVST_t + d_1 \cdot TVST_{t-1} + f_0 \cdot USA_t + f_1 \cdot USA_{t-1} + h \cdot SPS_t + u_t \quad (3)$$

Подчеркнём, что спецификация (3) является коинтегрированной регрессией. В таблице 6 представлена статистическая информация для оценивания модели (3).

Таблица 6 – Статистические данные для оценивания модели

t	RCY_t	RCY_{t-1}	LIR_t	LIR_{t-1}	$TVST_t$	$TVST_{t-1}$	USA_t	Y_t	Y_{t-1}	SPS_t
3 кв. 2012	36,1	34,4	8,1	8,5	39,2	48,9	32,0	16,94	17,19	0,00
4 кв. 2012	35,5	36,1	7,5	8,1	32,1	39,2	31,1	17,00	16,94	0,00
1 кв. 2013	35,4	35,5	7,0	7,5	34,2	32,1	30,4	18,32	17,00	0,00
2 кв. 2013	32,1	35,4	7,2	7,0	33,8	34,2	31,7	18,31	18,32	0,00
3 кв. 2013	33,7	32,1	7,6	7,2	31,7	33,8	32,8	18,17	18,31	0,00
4 кв. 2013	34,0	33,7	7,8	7,6	36,3	31,7	32,5	18,21	18,17	0,00
1 кв. 2014	32,0	34,0	8,6	7,8	45,4	36,3	35,1	19,37	18,21	0,75
2 кв. 2014	33,6	32,0	8,9	8,6	40,7	45,4	35,0	19,91	19,37	0,10
3 кв. 2014	28,9	33,6	9,3	8,9	33,6	40,7	36,2	19,64	19,91	0,52
4 кв. 2014	28,4	28,9	10,8	9,3	42,2	33,6	47,6	20,04	19,64	0,50
1 кв. 2015	34,7	28,4	12,9	10,8	41,3	42,2	63,2	20,67	20,04	0,00
2 кв. 2015	34,1	34,7	10,8	12,9	36,4	41,3	52,8	20,65	20,67	0,00
3 кв. 2015	33,1	34,1	11,1	10,8	32,1	36,4	63,0	20,83	20,65	0,00
4 кв. 2015	34,0	33,1	9,9	11,1	37,2	32,1	66,1	20,90	20,83	0,00
1 кв. 2016	38,5	34,0	9,8	9,9	39,3	37,2	74,9	21,13	20,90	0,00
2 кв. 2016	38,2	38,5	8,9	9,8	39,6	39,3	65,9	21,39	21,13	0,00
3 кв. 2016	38,8	38,2	8,3	8,9	30,2	39,6	64,6	21,26	21,39	0,00
4 кв. 2016	43,3	38,8	8,6	8,3	38,2	30,2	63,0	21,78	21,26	0,00
1 кв. 2017	41,1	43,3	8,2	8,6	36,2	38,2	58,6	23,04	21,78	0,00
2 кв. 2017	37,3	41,1	7,8	8,2	38,2	36,2	57,1	22,92	23,04	0,00
3 кв. 2017	38,5	37,3	7,8	7,8	35,2	38,2	59,0	22,67	22,92	0,00
4 кв. 2017	38,4	38,5	7,6	7,8	35,7	35,2	58,4	23,21	22,67	0,00
1 кв. 2018	42,4	38,4	7,3	7,6	43,5	35,7	56,8	25,15	23,21	0,00
2 кв. 2018	40,6	42,4	7,5	7,3	45,0	43,5	61,9	26,11	25,15	0,00
3 кв. 2018	41,1	40,6	8,4	7,5	39,6	45,0	65,6	26,00	26,11	0,00
4 кв. 2018	37,6	41,1	8,8	8,4	41,8	39,6	66,5	26,47	26,00	0,00
1 кв. 2019	40,1	37,6	8,4	8,8	37,6	41,8	65,7	27,54	26,47	0,00

2 KB. 2019	42,4	40,1	8,1	8,4	48,0	37,6	64,5	27,84	27,54	0,00
3 KB. 2019	40,0	42,4	7,3	8,1	47,9	48,0	64,6	27,10	27,84	0,00
4 KB. 2019	43,6	40,0	6,6	7,3	56,8	47,9	63,7	27,20	27,10	0,00
1 KB. 2020	37,2	43,6	6,6	6,6	103,5	56,8	66,6	27,83	27,20	1,70
2 KB. 2020	41,4	37,2	6,1	6,6	89,8	103,5	72,0	24,86	27,83	0,85
3 KB. 2020	41,3	41,4	6,2	6,1	81,6	89,8	73,6	26,56	24,86	0,15
4 KB. 2020	47,0	41,3	6,2	6,2	100,7	81,6	76,2	28,29	26,56	0,00
1 KB. 2021	52,3	47,0	6,8	6,2	111,9	100,7	74,4	31,42	28,29	0,00
2 KB. 2021	50,7	52,3	7,2	6,8	101,9	111,9	74,3	33,49	31,42	0,00
3 KB. 2021	49,8	50,7	7,1	7,2	96,9	101,9	73,5	33,93	33,49	0,00
4 KB. 2021	45,5	49,8	8,2	7,1	136,8	96,9	72,7	36,39	33,93	0,00
1 KB. 2022	33,5	45,5	10,2	8,2	204,3	136,8	87,3	41,30	36,39	3,20
2 KB. 2022	27,6	33,5	9,9	10,2	40,9	204,3	66,5	38,68	41,30	3,70
3 KB. 2022	21,4	27,6	9,2	9,9	45,9	40,9	59,5	37,06	38,68	2,00
4 KB. 2022	24,1	21,4	10,3	9,2	39,2	45,9	62,7	38,52	37,06	0,00
1 KB. 2023	28,8	24,1	10,7	10,3	50,3	39,2	73,0	40,48	38,52	0,00
2 KB. 2023	31,6	28,8	10,9	10,7	81,8	50,3	81,2	41,90	40,48	0,00
3 KB. 2023	34,3	31,6	11,4	10,9	116,6	81,8	94,2	43,10	41,90	0,00
4 KB. 2023	32,6	34,3	12,0	11,4	90,4	116,6	92,8	46,03	43,10	1,45

В таблице 7 приводится протокол оцененной модели (3).

Таблица 7 – Результаты оценки модели (3)

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
Константа	8,61203	2,13693	4,030	0,000229 ***
RCY_{t-1}	0,72274	0,06327	11,423	1,83e-14 ***
$TVST_{t-1}$	0,05460	0,01557	3,507	0,001093 **
SPS_t	-4,50652	0,63486	-7,099	1,05e-08 ***

В оценке модели (4) сохранены только значащие объясняющие переменные:

$$RCY_t = 8,6 + 0,72 \cdot RCY_{t-1} + 0,055 \cdot TVST_{t-1} - 4,5 \cdot SPS_t + u_t \quad (4)$$

Подчеркнём, что модель (4) успешно прошла все диагностические процедуры. Ниже приведены результаты стандартных тестов.

Тестирование первой предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью RESET-теста Рамсея:

$$RESET = 1.5729, df1 = 2, df2 = 40, p\text{-value} = 0.22.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,22 > 0,05$, спецификация модели верна.

Тестирование второй предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Пагана:

$$BP = 4,4476, df = 3, p\text{-value} = 0,217.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,217 > 0,05$, случайные остатки гомоскедастичны.

Тестирование третьей предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Годфри:

$$LM \text{ test} = 1,5747e-05, df = 1, p\text{-value} = 0,9968.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,9968 > 0,05$, случайные остатки некоррелированы.

Тестирование предпосылки о нормальном законе распределения случайного возмущения u_t с помощью теста Харке-Бера:

$$X\text{-squared} = 1,7052, df = 2, p\text{-value} = 0,4263.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,4263 > 0,05$, случайное возмущение u_t нормально распределено.

Тестирование на нестационарность случайных остатков с помощью теста Дики-Фулера:

$$Dickey\text{-}Fuller = -6,5081, \text{Lag order} = 0, p\text{-value} = 0,01.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,01 < 0,05$, случайные остатки стационарны.

На рисунке 1 представлен график временного ряда остатков модели (4) и две коррелограммы (автокорреляционной (ACF) и частной автокорреляционной функций ($PACF$)). Как видно из рисунка 1, нулевая гипотеза о равенстве нулю значений ACF и $PACF$ для всех лагов не отвергается, так как ни одно значение не превышает уровень значимости (пунктирные линии на графике).

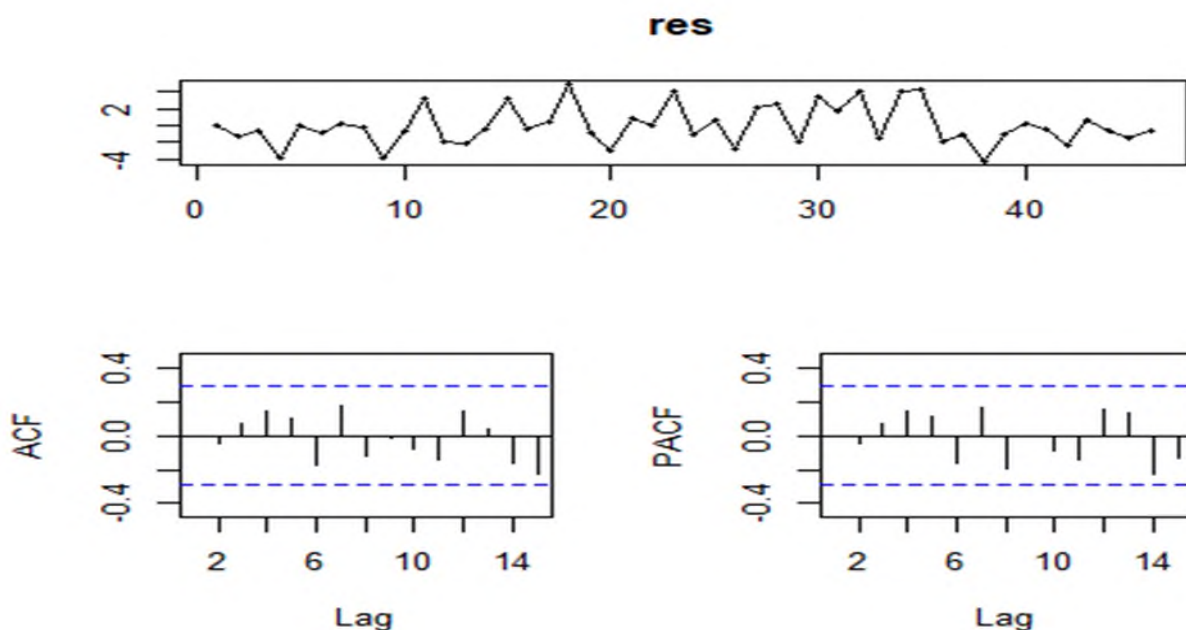


Рис. 3. График случайных остатков и его корреляционные характеристики

Для построения прогноза по модели удельной капитализации фондового рынка (4) используется следующая система уравнений:

$$\widehat{RCY}_t = 8,6 + 0,72 \cdot \widehat{RCY}_{t-1} + 0,055 \cdot \widehat{TVST}_{t-1}, \quad (4)$$

$$\widehat{VST}_{t-1} = 40 \cdot \widehat{SOSI}_{t-2} + 7,1 \cdot \widehat{DESM}_{t-1}, \quad (5)$$

$$\widehat{DRCY}_t = \widehat{RCY}_t - \widehat{RCY}_{t-1}. \quad (6)$$

В таблице 8 представлены оценки коэффициентов модели (4), вычисленные по кумулятивным выборкам. Полученные результаты позволяют судить об устойчивости оценок коэффициентов модели.

Таблица 8 – Оценки модели (3), вычисленные по кумулятивным выборкам

Даты выборки	Объем выборки	Оценки коэффициентов модели			
		$\widehat{SPS}_t$	$\widehat{TVST}_{t-1}$	$\widehat{RSY}_{t-1}$	a_0
3 кв. 2012 – 4 кв. 2014	10	-5,4	0,082	0,459	15,5
3 кв. 2012 – 4 кв. 2016	18	-6,7	0,005	0,661	12,6
3 кв. 2012 – 4 кв. 2020	34	-4,5	0,095	0,702	7,9
3 кв. 2012 – 4 кв. 2022	42	-4,7	0,060	0,704	9,1
3 кв. 2012 – 4 кв. 2023	46	-4,5	0,055	0,723	8,6

В таблицах 9.1-9.2 приведены результаты ex-post прогнозов по модели с коэффициентами из таблицы 8. Истинные ошибки ex-post прогнозов (3) объективно характеризуют качество модели.

Таблица 9.1 – Ошибки ex-post прогнозов по модели (3)

3 кв. 2012 - 4 кв. 2014	Ошибки		3 кв. 2012 - 4 кв. 2016	Ошибки
ex-post прогнозы		t	ex-post прогнозы	
35,3	-0,80	3 кв. 2012	35,56	-0,52
35,3	-0,27	4 кв. 2012	36,65	1,11
34,4	-0,99	1 кв. 2013	36,26	0,82
34,6	2,43	2 кв. 2013	36,20	4,06
33,0	-0,71	3 кв. 2013	34,02	0,28
33,6	-0,38	4 кв. 2013	35,06	1,09
30,0	-2,02	1 кв. 2014	30,18	-1,85
33,4	-0,22	2 кв. 2014	33,33	-0,27
31,4	2,58	3 кв. 2014	31,51	2,65
28,8	0,39	4 кв. 2014	28,48	0,07
32,0	-2,76	1 кв. 2015	31,59	-3,16
34,8	0,69	2 кв. 2015	35,78	1,63
34,2	1,03	3 кв. 2015	35,36	2,23
33,3	-0,65	4 кв. 2015	34,66	0,68
34,1	-4,35	1 кв. 2016	35,25	-3,24
36,4	-1,78	2 кв. 2016	38,24	0,08
36,3	-2,49	3 кв. 2016	38,03	-0,73
35,8	-7,56	4 кв. 2016	38,37	-4,95
38,5	-2,62	1 кв. 2017	41,44	0,29
37,4	0,03	2 кв. 2017	39,98	2,66
35,8	-2,78	3 кв. 2017	37,47	-1,07
36,1	-2,31	4 кв. 2017	38,25	-0,13
36,0	-6,36	1 кв. 2018	38,15	-4,25
38,5	-2,09	2 кв. 2018	40,85	0,23
37,8	-3,29	3 кв. 2018	39,68	-1,44
37,6	0,03	4 кв. 2018	39,99	2,39
36,2	-3,96	1 кв. 2019	37,67	-2,48
37,0	-5,35	2 кв. 2019	39,33	-3,04
38,9	-1,13	3 кв. 2019	40,85	0,83
37,8	-5,76	4 кв. 2019	39,30	-4,26
31,0	-6,20	1 кв. 2020	30,22	-6,94
36,4	-4,98	2 кв. 2020	31,96	-9,45
41,1	-0,21	3 кв. 2020	39,42	-1,84
41,1	-5,84	4 кв. 2020	40,29	-6,67
45,3	-7,02	1 кв. 2021	44,15	-8,17
48,7	-2,00	2 кв. 2021	47,76	-2,92
47,1	-2,66	3 кв. 2021	46,62	-3,14
46,3	0,82	4 кв. 2021	45,99	0,53
30,3	-3,28	1 кв. 2022	21,77	-11,78

27,6	0,04	2 кв. 2022	10,86	-16,71
20,7	-0,70	3 кв. 2022	17,55	-3,84
29,1	4,93	4 кв. 2022	26,97	2,83
29,8	0,97	1 кв. 2023	28,76	-0,06
32,8	1,29	2 кв. 2023	31,90	0,35
36,7	2,36	3 кв. 2023	33,88	-0,44
33,0	0,33	4 кв. 2023	26,10	-6,53

Таблица 9.2 – Ошибки ex-post прогнозов по модели (2)

3 кв. 2012 - 4 кв. 2020	Ошибки		3 кв. 2012 - 4 кв. 2022	Ошибки
ex-post прогнозы		t	ex-post прогнозы	
36,63	0,56	3 кв. 2012	36,24	0,17
36,91	1,37	4 кв. 2012	36,87	1,33
35,86	0,42	1 кв. 2013	36,07	0,63
35,99	3,85	2 кв. 2013	36,12	3,98
33,64	-0,09	3 кв. 2013	33,78	0,05
34,56	0,59	4 кв. 2013	34,78	0,81
31,78	-0,25	1 кв. 2014	31,72	-0,31
34,21	0,62	2 кв. 2014	33,93	0,33
32,98	4,12	3 кв. 2014	32,80	3,94
29,07	0,66	4 кв. 2014	29,13	0,72
31,82	-2,93	1 кв. 2015	31,65	-3,10
36,19	2,04	2 кв. 2015	36,07	1,92
35,30	2,17	3 кв. 2015	35,35	2,22
34,17	0,19	4 кв. 2015	34,37	0,39
35,25	-3,24	1 кв. 2016	35,27	-3,21
38,61	0,45	2 кв. 2016	38,57	0,41
38,42	-0,34	3 кв. 2016	38,37	-0,39
37,94	-5,39	4 кв. 2016	38,22	-5,10
41,91	0,76	1 кв. 2017	41,92	0,77
40,18	2,86	2 кв. 2017	40,26	2,94
37,69	-0,85	3 кв. 2017	37,69	-0,84
38,26	-0,13	4 кв. 2017	38,36	-0,02
38,20	-4,20	1 кв. 2018	38,29	-4,12
41,76	1,14	2 кв. 2018	41,59	0,97
40,66	-0,47	3 кв. 2018	40,42	-0,70
40,50	2,90	4 кв. 2018	40,45	2,86
38,23	-1,91	1 кв. 2019	38,10	-2,04
39,62	-2,75	2 кв. 2019	39,64	-2,72
42,17	2,15	3 кв. 2019	41,83	1,81
40,51	-3,05	4 кв. 2019	40,17	-3,38
36,18	-0,97	1 кв. 2020	35,28	-1,88
39,96	-1,44	2 кв. 2020	37,52	-3,88
44,80	3,54	3 кв. 2020	42,96	1,70
44,58	-2,38	4 кв. 2020	43,06	-3,90

50,40	-1,92	1 кв. 2021	48,22	-4,11
55,24	4,55	2 кв. 2021	52,67	1,98
53,13	3,36	3 кв. 2021	50,91	1,14
52,01	6,55	4 кв. 2021	49,97	4,50
38,40	4,85	1 кв. 2022	34,43	0,88
34,21	6,63	2 кв. 2022	27,75	0,17
22,11	0,72	3 кв. 2022	21,68	0,29
27,25	3,11	4 кв. 2022	26,93	2,79
28,54	-0,28	1 кв. 2023	28,47	-0,35
32,88	1,32	2 кв. 2023	32,43	0,87
37,80	3,48	3 кв. 2023	36,24	1,92
36,52	3,90	4 кв. 2023	33,52	0,89

3. Модель доли среднедневных оборотов, приходящихся на физических лиц из всего объёма gross оборота

В модели доли среднедневного объёма торгов физических лиц в среднедневном объёме торгов использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [4 кв. 2017–4 кв. 2023]:

VST_t – среднедневной оборот акциями (млрд руб.) физических лиц;

$TVST_t$ – среднедневной объём торгов акциями (gross оборот) (млрд руб.); $SVST_t$ – доля среднедневного объёма торгов физических лиц VST_t в среднедневном объёме торгов $TVST_t$ (%);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни $SVST_t$ СВО на Украине в 2022–2023 гг. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды (за исключением SPS_t) являются нестационарными и принадлежат классу $I(1)$. В таблице 10 приведены уровни отмеченных временных рядов.

Таблица 10 – Уровни временных рядов модели

t	VST_t	$TVST_t$	$SVST_t$
4 кв. 2017	24,5	72	34
1 кв. 2018	31,5	87	36,2
2 кв. 2018	31,4	90,1	34,9
3 кв. 2018	28,7	79,2	36,2
4 кв. 2018	28,8	83,6	34,5
1 кв. 2019	26,7	75,3	35,4
2 кв. 2019	32,6	96,1	34
3 кв. 2019	32,6	100	32,6
4 кв. 2019	39,4	119,9	32,9
1 кв. 2020	79,4	206,9	38,4
2 кв. 2020	77,3	179,7	43
3 кв. 2020	66,8	163,2	40,9
4 кв. 2020	84,2	202,3	41,6

1 кв. 2021	91,8	223,8	41
2 кв. 2021	79,1	204,4	38,7
3 кв. 2021	75,5	193,8	39
4 кв. 2021	108,3	273,7	39,6
1 кв. 2022	178,4	408,6	43,7
2 кв. 2022	59,9	81,8	73,2
3 кв. 2022	70,2	91,7	76,5
4 кв. 2022	61,5	78,4	78,4
1 кв. 2023	80,8	100,6	80,3
2 кв. 2023	132,2	166,6	79,4
3 кв. 2023	190,7	233,3	81,7
4 кв. 2023	138,8	181,7	76,4

Ниже представлен график временного ряда $SVST_t$.

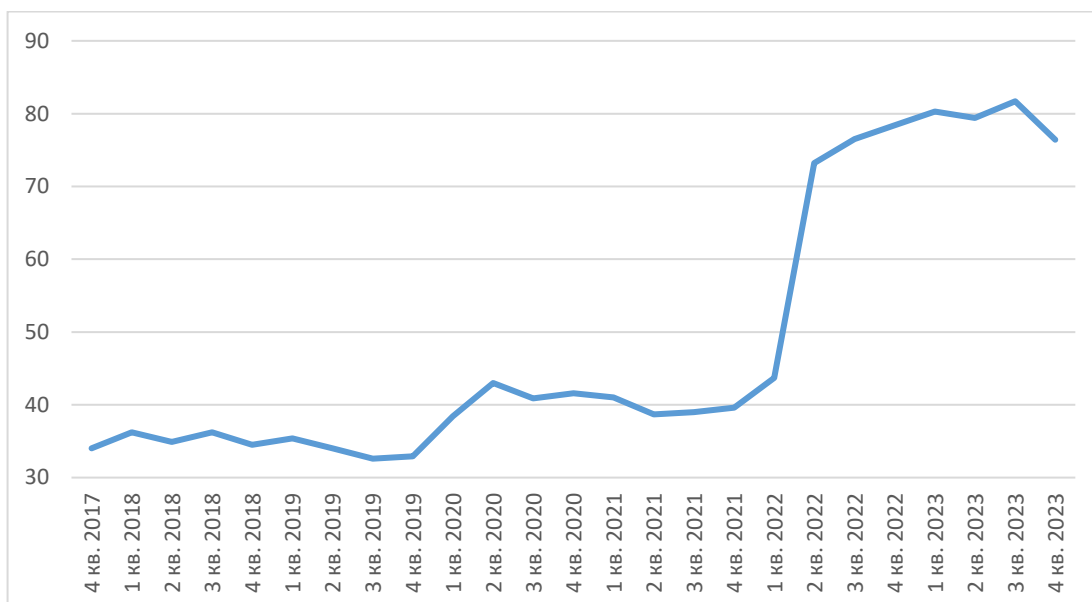


Рис. 4. Доля $SVST_t$ среднегодового объёма торгов физических лиц VST_t в среднем дневном объёме торгов $TVST_t$ (%)

Нестационарность используемого временного ряда $SVST_t$ требует принять для объяснения уровней переменной $SVST_t$ спецификацию модели авторегрессии-распределённых лагов $ADL(1,0)$:

$$SVST_t = a_0 + a_1 \cdot SVST_{t-1} + a_2 \cdot SPS_t + u_t. \quad (7)$$

Спецификация (7) является коинтегрированной регрессией. В таблице 11 ниже представлены статистические данные для оценивания модели (7).

Таблица 11 – Статистические данные для оценивания модели (7)

t	$SVST_t$	$SVST_{t-1}$	SPS_t
1 кв. 2018	36,2	34	0
2 кв. 2018	34,9	36,2	0
3 кв. 2018	36,2	34,9	0
4 кв. 2018	34,5	36,2	0
1 кв. 2019	35,4	34,5	0
2 кв. 2019	34	35,4	0
3 кв. 2019	32,6	34	0
4 кв. 2019	32,9	32,6	0
1 кв. 2020	38,4	32,9	0
2 кв. 2020	43	38,4	0
3 кв. 2020	40,9	43	0
4 кв. 2020	41,6	40,9	0
1 кв. 2021	41	41,6	0
2 кв. 2021	38,7	41	0
3 кв. 2021	39	38,7	0
4 кв. 2021	39,6	39	0
1 кв. 2022	43,7	39,6	0
2 кв. 2022	73,2	43,7	1
3 кв. 2022	76,5	73,2	0
4 кв. 2022	78,4	76,5	0
1 кв. 2023	80,3	78,4	0
2 кв. 2023	79,4	80,3	0
3 кв. 2023	81,7	79,4	0
4 кв. 2023	76,4	81,7	-0,2

Оцененная модель имеет вид (протокол оценки модели приведен в таблице 12):

$$SVST_t = 1,012 \cdot SVST_{t-1} + 29 \cdot SPS_t + u_t. \quad (8)$$

Таблица 12 – Результаты оценивания модели доли среднесуточных оборотов, приходящихся на физических лиц из всего объема gross оборота

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
$SVST_{t-1}$	1,011650	0,006843	147,8	< 2e-16 ***
SPS_t	29,143818	1,637616	17,8	1.51e-14 ***

Тестирование первой предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью RESET-теста Рамсея:

$$RESET = 0,6426, df1 = 2, df2 = 20, p\text{-value} = 0,5364.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,5364 > 0,05$, спецификация модели верна.

Тестирование второй предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Пагана:

$$BP = 0,66937, df = 1, p\text{-value} = 0,4133.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,4133 > 0,05$, случайные остатки гомоскедастичны.

Тестирование третьей предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша–Годфри:

$LM\ test = 0,46306$, $df = 1$, $p\text{-value} = 0,4962$.

Т.к. $p\text{-value} = 0,4962 > 0,05$, случайные остатки некоррелированы.

Тестирование предпосылки о нормальном законе распределения случайного возмущения u_t с помощью теста Харке–Бера:

$X\text{-squared} = 0,53394$, $df = 2$, $p\text{-value} = 0,7657$.

Т.к. $p\text{-value} = 0,7657 > 0,05$, случайное возмущение u_t нормально распределено.

Тестирование на нестационарность случайных остатков с помощью теста Дики–Фулера:

$Dickey\text{-}Fuller = -6,1559$, $Lag\ order = 0$, $p\text{-value} = 0,01$.

Т.к. $p\text{-value} = 0,01 < 0,05$, случайные остатки стационарны.

На рисунке 5 представлен график временного ряда остатков модели (8) и две коррелограммы (автокорреляционной (ACF) и частной автокорреляционной функций ($PACF$)). На рисунке 5 видно, что нулевая гипотеза о равенстве нулю значений ACF и $PACF$ для всех лагов не отвергается, так как ни одно значение не превышает уровень значимости (пунктирные линии на графике).

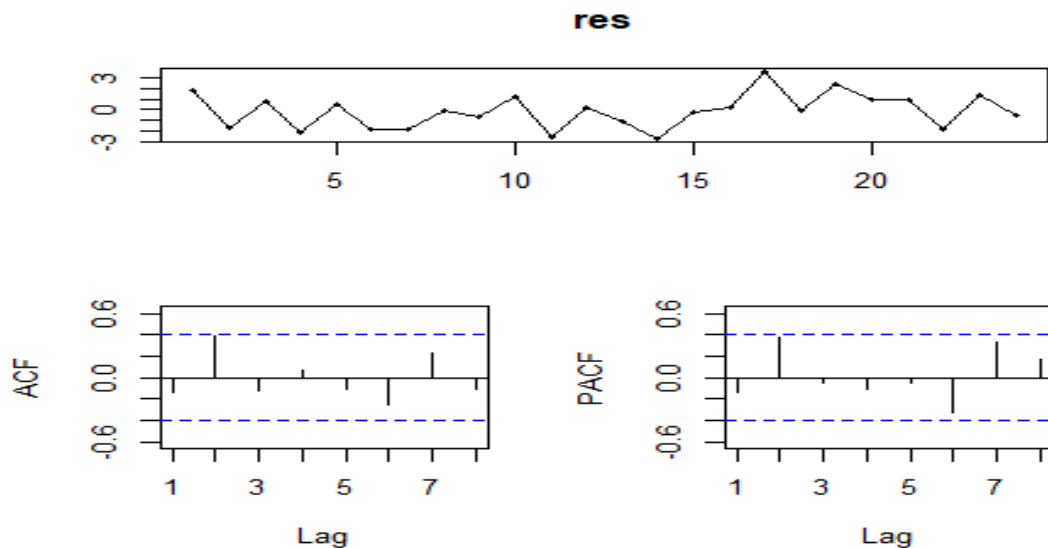


Рис. 5. График случайных остатков и его корреляционные характеристики

Для построения прогноза по модели доли $SVST_t$ среднедневного объёма торгов физических лиц VST_t в среднедневном объёме торгов $TVST_t$ используется следующее уравнение:

$$\widehat{SVST}_t = 1,012 \cdot SVST_{t-1} + 29 \cdot SPS_t. \quad (9)$$

В таблице 13 представлены оценки коэффициентов модели (8), вычисленные по кумулятивным выборкам. Эти данные позволяют судить об устойчивости оценок коэффициентов модели.

Таблица 13 – Оценки коэффициентов модели (8), вычисленные по кумулятивным выборкам

Даты выборки	Объем выборки	Оценки коэффициентов модели	
		SPS_t	$SVST_{t-1}$
1 кв. 2018 – 2 кв. 2022	18	29,0	0,998
1 кв. 2018 – 4 кв. 2022	20	28,7	1,010
1 кв. 2018 – 2 кв. 2023	22	29,0	1,009
1 кв. 2018 – 4 кв. 2023	24	29,0	1,011

В таблицах 14.1-14.2 приведены результаты ex-post прогнозов по модели с коэффициентами из таблицы 13. Истинные ошибки ex-post прогнозов объективно характеризуют качество модели (8).

Таблица 14.1 – Ex-post прогнозы по модели (8) с коэффициентами из таблицы (13)

1 кв. 2018 - 2 кв. 2022			1 кв. 2018 - 4 кв. 2022	
Ex-post прогнозы	Ошибки	t	Ex-post прогнозы	Ошибки
34,0	-2,3	1 кв. 2018	34,4	-1,9
36,2	1,3	2 кв. 2018	36,6	1,7
34,9	-1,3	3 кв. 2018	35,3	-0,9
36,1	1,6	4 кв. 2018	36,5	2,0
34,4	-1,0	1 кв. 2019	34,9	-0,6
35,4	1,4	2 кв. 2019	35,8	1,8
33,9	1,3	3 кв. 2019	34,3	1,7
32,5	-0,3	4 кв. 2019	32,9	0,1
38,7	0,3	1 кв. 2020	39,0	0,6
42,8	-0,2	2 кв. 2020	43,1	0,1
43,0	2,0	3 кв. 2020	43,5	2,5
40,9	-0,8	4 кв. 2020	41,3	-0,3
41,6	0,6	1 кв. 2021	42,1	1,1
40,9	2,2	2 кв. 2021	41,4	2,7
38,6	-0,3	3 кв. 2021	39,1	0,1
38,9	-0,7	4 кв. 2021	39,4	-0,2
39,5	-4,2	1 кв. 2022	40,0	-3,7
73,2	0,0	2 кв. 2022	73,1	-0,1

73,1	-3,4	3 кв. 2022	74,0	-2,5
76,4	-2,0	4 кв. 2022	77,3	-1,1
78,3	-1,9	1 кв. 2023	79,2	-1,0
80,1	0,8	2 кв. 2023	81,1	1,7
79,2	-2,5	3 кв. 2023	80,2	-1,5
75,7	-0,7	4 кв. 2023	76,8	0,4

Таблица 14.2 – *Ex-post* прогнозы по модели (8) с коэффициентами из таблицы (13)

	1кв.2018-2кв.2023	
Т	Ex-post прогнозы	Ошибки
1 кв. 2018	34,3	-1,9
2 кв. 2018	36,6	1,6
3 кв. 2018	35,2	-0,9
4 кв. 2018	36,5	2,0
1 кв. 2019	34,8	-0,6
2 кв. 2019	35,7	1,8
3 кв. 2019	34,3	1,7
4 кв. 2019	32,9	0,0
1 кв. 2020	39,0	0,6
2 кв. 2020	43,1	0,1
3 кв. 2020	43,4	2,5
4 кв. 2020	41,3	-0,3
1 кв. 2021	42,0	1,0
2 кв. 2021	41,4	2,7
3 кв. 2021	39,0	0,1
4 кв. 2021	39,3	-0,2
1 кв. 2022	39,9	-3,7
2 кв. 2022	73,1	-0,1
3 кв. 2022	73,9	-2,6
4 кв. 2022	77,2	-1,2
1 кв. 2023	79,1	-1,1
2 кв. 2023	81,0	1,6
3 кв. 2023	80,1	-1,6
4 кв. 2023	76,7	0,3

4. Модель среднегодового объема торгов физических лиц

В построенной модели среднегодового объема торгов физических лиц использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [4 кв. 2017–4 кв. 2023]:

VST_t – среднегодовой объем торгов акциями физических лиц (млрд руб.);

$SOSI_t$ – доля владения акциями физическими лицами (%);

HA_t – активы домохозяйств (трлн руб.);

$DESM_t$ – цепной прирост превышения среднедушевого дохода прожиточного минимума (тыс. руб./мес.);

FF_t – free float биржевой (%);

SWO_t – фиктивная переменная, отражающая влияние на уровни VST_t СВО на Украине в 2022–2023 гг. Значения переменной SWO_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды (за исключением SWO_t) являются нестационарными и принадлежат классу $I(1)$. Ряд $DESM_t$ содержал сезонную составляющую, которая была удалена в результате корректировки. В таблице 15 приведены уровни отмеченных выше временных рядов.

Таблица 15 – Уровни временных рядов модели

t	VST_t	$SOSI_t$	HA_t	$DESM_t$	FF_t	SWO_t
1 кв. 2018	31,5	0,8	47,6	2,5	7,9	0,00
2 кв. 2018	31,4	0,9	50,0	1,8	8,3	0,0
3 кв. 2018	28,7	0,9	51,1	-1,0	8,1	0,0
4 кв. 2018	28,8	0,9	53,9	0,8	8,8	0,0
1 кв. 2019	26,7	1,0	53,3	0,8	9,2	0,0
2 кв. 2019	32,6	1,1	54,7	1,7	9,4	0,0
3 кв. 2019	32,6	1,2	55,7	0,2	10,3	0,0
4 кв. 2019	39,4	1,3	58,3	1,1	10,9	0,0
1 кв. 2020	79,4	1,2	61,7	0,5	11,9	0,0
2 кв. 2020	77,3	1,5	63,6	1,0	12,3	0,0
3 кв. 2020	66,8	1,7	67,6	-0,2	13,1	0,0
4 кв. 2020	84,2	1,9	70,7	1,2	12,3	0,0
1 кв. 2021	91,8	2,2	71,8	1,4	12,6	0,0
2 кв. 2021	79,1	2,5	73,6	1,5	13,1	0,0
3 кв. 2021	75,5	2,8	75,8	2,0	13,6	0,0
4 кв. 2021	108,3	2,9	79,6	1,4	14,2	0,0
1 кв. 2022	178,4	2,4	81,3	1,6	14,8	0,0
2 кв. 2022	59,9	2,2	74,2	1,4	14,8	1,35
3 кв. 2022	70,2	2,0	76,8	2,3	16,6	1,20
4 кв. 2022	61,5	2,1	86,3	1,6	15,4	2,50
1 кв. 2023	80,8	2,5	89,9	2,4	15,9	0,0
2 кв. 2023	132,2	2,8	97,0	2,0	16,2	0,0
3 кв. 2023	190,7	3,2	103,5	5,9	16,3	0,0
4 кв. 2023	138,8	3,2	109,5	3,3	17,3	0,0

Ниже представлен график (рисунок 6) временного ряда VST_t .

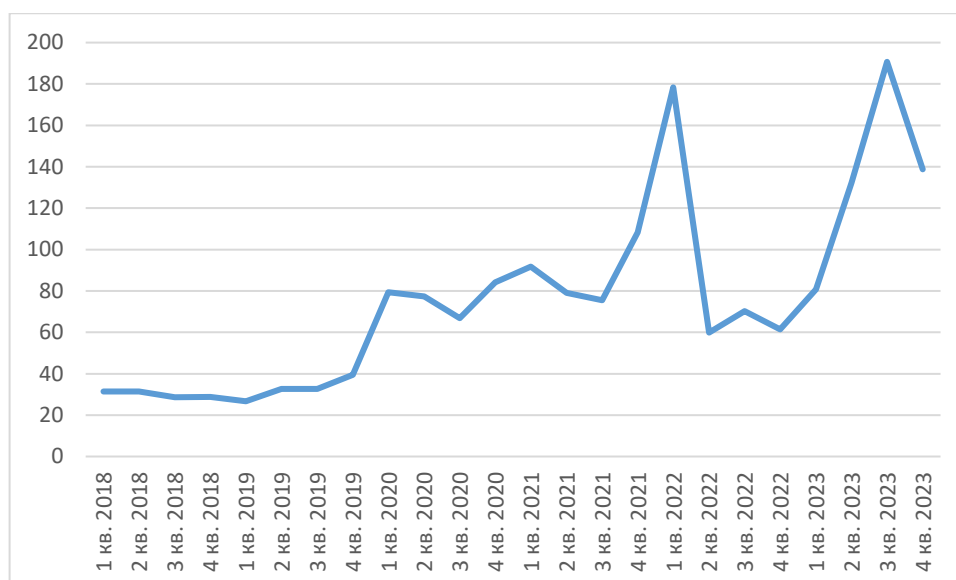


Рис. 6. Среднедневной объём торгов акциями физических лиц (млрд руб.).

Нестационарность используемых временных рядов требует принять для объяснения уровней переменной VST_t спецификацию модели авторегрессии-распределённых лагов $ADL(1,1)$:

$$VST_t = a_0 + a_1 \cdot VST_{t-1} + b_0 \cdot SOSI_t + b_1 \cdot SOSI_{t-1} + c_0 \cdot HA_t + c_1 \cdot HA_{t-1} + d_0 \cdot DESM_t + d_1 \cdot DESM_{t-1} + e_0 \cdot FF_t + e_1 \cdot FF_{t-1} + h \cdot SWO_t + u_t \quad (10)$$

Спецификация (10) является коинтегрированной регрессией. В таблице 16 представлена статистическая информация для оценивания модели (10).

Таблица 16 – Статистические данные для оценивания модели (10)

t	VST_t	VST_{t-1}	$SOSI_t$	$SOSI_{t-1}$	HA_t	HA_{t-1}	FF_t	FF_{t-1}	$DESM_t$	$DESM_{t-1}$	SWO_t
2 кв. 2018	31,4	31,5	0,9	0,8	50,0	47,6	8,3	7,9	1,8	2,5	0,0
3 кв. 2018	28,7	31,4	0,9	0,9	51,1	50,0	8,1	8,3	-1,0	1,8	0,0
4 кв. 2018	28,8	28,7	0,9	0,9	53,9	51,1	8,8	8,1	0,8	-1,0	0,0
1 кв. 2019	26,7	28,8	1,0	0,9	53,3	53,9	9,2	8,8	0,8	0,8	0,0
2 кв. 2019	32,6	26,7	1,1	1,0	54,7	53,3	9,4	9,2	1,7	0,8	0,0
3 кв. 2019	32,6	32,6	1,2	1,1	55,7	54,7	10,3	9,4	0,2	1,7	0,0
4 кв. 2019	39,4	32,6	1,3	1,2	58,3	55,7	10,9	10,3	1,1	0,2	0,0
1 кв. 2020	79,4	39,4	1,2	1,3	61,7	58,3	11,9	10,9	0,5	1,1	0,0
2 кв. 2020	77,3	79,4	1,5	1,2	63,6	61,7	12,3	11,9	1,0	0,5	0,0
3 кв. 2020	66,8	77,3	1,7	1,5	67,6	63,6	13,1	12,3	-0,2	1,0	0,0
4 кв. 2020	84,2	66,8	1,9	1,7	70,7	67,6	12,3	13,1	1,2	-0,2	0,0
1 кв. 2021	91,8	84,2	2,2	1,9	71,8	70,7	12,6	12,3	1,4	1,2	0,0
2 кв. 2021	79,1	91,8	2,5	2,2	73,6	71,8	13,1	12,6	1,5	1,4	0,0
3 кв. 2021	75,5	79,1	2,8	2,5	75,8	73,6	13,6	13,1	2,0	1,5	0,0
4 кв. 2021	108,3	75,5	2,9	2,8	79,6	75,8	14,2	13,6	1,4	2,0	0,0
1 кв. 2022	178,4	108,3	2,4	2,9	81,3	79,6	14,8	14,2	1,6	1,4	0,0
2 кв. 2022	59,9	178,4	2,2	2,4	74,2	81,3	14,8	14,8	1,4	1,6	1,30
3 кв. 2022	70,2	59,9	2,0	2,2	76,8	74,2	16,6	14,8	2,3	1,4	1,25
4 кв. 2022	61,5	70,2	2,1	2,0	86,3	76,8	15,4	16,6	1,6	2,3	2,35
1 кв. 2023	80,8	61,5	2,5	2,1	89,9	86,3	15,9	15,4	2,4	1,6	0,0
2 кв. 2023	132,2	80,8	2,8	2,5	97,0	89,9	16,2	15,9	2,0	2,4	0,0
3 кв. 2023	190,7	132,2	3,2	2,8	103,5	97,0	16,3	16,2	5,9	2,0	0,0
4 кв. 2023	138,8	190,7	3,2	3,2	109,5	103,5	17,3	16,3	3,3	5,9	0,0

Оцененная модель имеет вид (протокол оценки модели приведен в таблице 17):

$$VST_t = 40 \cdot SOSI_{t-1} + 7 \cdot DESM_t - 19 \cdot SWO_t + u_t. \quad (11)$$

В оценке (11) модели (10) сохранены только значащие объясняющие переменные.

Таблица 17 – Результаты оценивания модели среднедневного объёма торгов акциями физических лиц

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
$SVST_{t-1}$	39,743	4,681	8,490	3.13e-08 ***
$DESM_t$	7,140	4,377	1,631	0.1178
SWO_t	-18,588	7,922	-2,346	0.0288 *

Тестирование первой предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью RESET-теста Рамсея:

$$RESET = 1,6917, df1 = 2, df2 = 19, p\text{-value} = 0,2108.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,2108 > 0,05$, спецификация модели верна.

Тестирование второй предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Пагана:

$$BP = 1,8449, df = 2, p\text{-value} = 0,3975.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,3975 > 0,05$, случайные остатки гомоскедастичны.

Тестирование третьей предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Годфри:

$$LM\ test = 0,1346, df = 1, p\text{-value} = 0,7137.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,7137 > 0,05$, случайные остатки некоррелированы.

Тестирование предпосылки о нормальном законе распределения случайного возмущения u_t с помощью теста Харке-Бера:

$$X\text{-squared} = 2,3374, df = 2, p\text{-value} = 0,3108.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,3108 > 0,05$, случайное возмущение u_t нормально распределено.

Тестирование на нестационарность случайных остатков с помощью теста Дики-Фулера:

$$Dickey\text{-}Fuller = -4.4339, Lag\ order = 0, p\text{-value} = 0.01.$$

Т.к. $p\text{-value} = 0,01 < 0,05$, случайные остатки стационарны.

Исследование стабильности оценок коэффициентов модели VST_t и ex-post прогнозирование не осуществлялось из-за небольшого объёма выборки.

5. Модели доли владения акциями физическими лицами

В моделях доли владения акциями физическими лицами использованы следующие временные ряды квартальных данных на временном промежутке [4 кв. 2017–4 кв. 2023]:

$SOSI_t$ – доля владения акциями физическими лицами (%);

USA_t – прямой обменный курс национальной валюты (руб.);

LIR_t – ставка по долгосрочным ОФЗ (%);

INF_t – уровень инфляции (%);

SPS_t – фиктивная (ненаблюдаемая) переменная, отражающая влияние на уровни $SOSI_t$ СВО на Украине в 2022–2023 гг. Значения переменной SPS_t определены по критерию минимальной стандартной ошибки модели.

Все упомянутые выше временные ряды (за исключением SPS_t) являются нестационарными и принадлежат классу $I(1)$. Также, ни один из временных рядов (USA_t , LIR_t , INF_t) не является коинтегрированным с временным рядом $SOSI_t$. Данное обстоятельство заставляет построить несколько моделей для объяснения переменной $SOSI_t$. В таблице 18 приведены уровни отмеченных выше временных рядов.

Таблица 18 – Уровни временных рядов модели доли владения акциями

	T	$SOSI_t$	USA_t	LIR_t	INF_t	SPS_t	
Далее график временного	4 кв. 2017	0,9	58,65	7,6	2,6	0,0	представлен (рисунок 7) ряда $SOSI_t$.
	1 кв. 2018	0,8	56,21	7,3	2,3	0	
	2 кв. 2018	0,9	63,21	7,5	2,4	0	
	3 кв. 2018	0,9	64,65	8,4	3,0	0	
	4 кв. 2018	0,9	66,8	8,8	3,9	0	
	1 кв. 2019	1,0	65,04	8,4	5,2	0	
	2 кв. 2019	1,1	65,87	8,1	5,0	0	
	3 кв. 2019	1,2	63,71	7,3	4,3	0	
	4 кв. 2019	1,3	64,01	6,6	3,4	0	
	1 кв. 2020	1,2	65,92	6,6	2,4	0,5	
	2 кв. 2020	1,5	73,55	6,1	3,1	0	
	3 кв. 2020	1,7	72,56	6,2	3,6	0	
	4 кв. 2020	1,9	76,52	6,2	4,4	0	
	1 кв. 2021	2,2	73,58	6,8	5,6	0	
	2 кв. 2021	2,5	75,85	7,2	6,0	0	
	3 кв. 2021	2,8	72,46	7,1	6,9	0	
	4 кв. 2021	2,9	72,96	8,2	8,3	0	
	1 кв. 2022	2,4	86,42	10,2	11,5	1,9	
	2 кв. 2022	2,2	67,91	9,9	16,9	0,92	
	3 кв. 2022	2,0	58,66	9,2	14,4	1	
	4 кв. 2022	2,1	62,96	10,3	12,2	0,4	
	1 кв. 2023	2,5	72,2	10,7	8,8	0	
	2 кв. 2023	2,8	82,94	10,9	2,7	0	
	3 кв. 2023	3,2	92,91	11,4	5,2	0	
	4 кв. 2023	3,2	93,14	12,0	7,2	0,65	

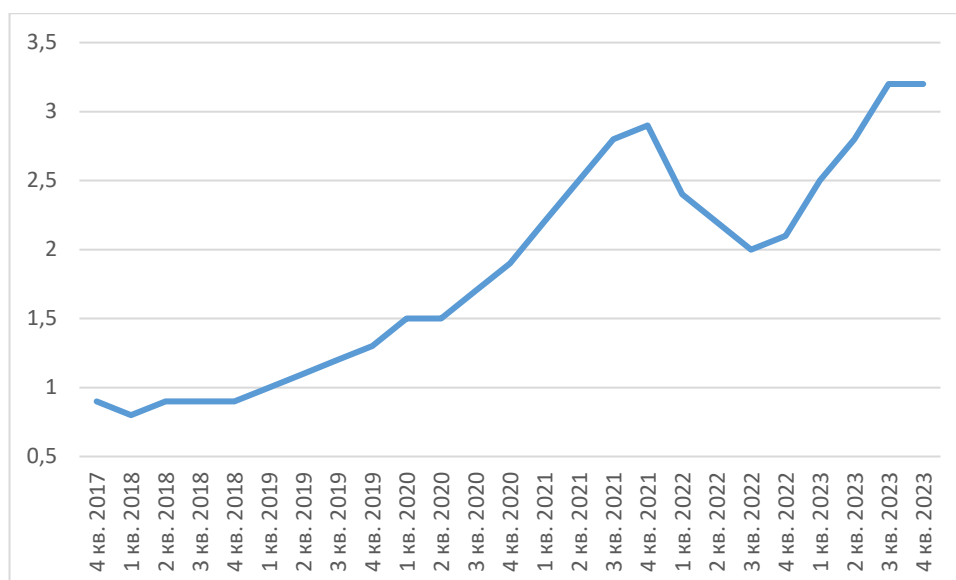


Рис. 7. Доля владения акциями физическими лицами

Модель 1 доли владения акциями физическими лицами

Нестационарность используемого временного ряда $SOSI_t$ требует принять для объяснения уровней переменной $SOSI_t$ спецификацию простейшей модели авторегрессии-распределённых лагов $ADL(1,0)$

$$SOSI_t = a_0 + a_1 \cdot SOSI_{t-1} + a_2 \cdot SPS_t + u_t. \quad (12)$$

Подчеркнём, что спецификация (12) является коинтегрированной регрессией. В таблице 19 представлена статистическая информация (уравнения наблюдений) для оценивания модели (12).

Таблица 19 – Статистические данные для оценивания модели (10)

T	$SOSI_t$	$SOSI_{t-1}$	SPS_t
1 кв. 2018	0,8	0,9	0
2 кв. 2018	0,9	0,8	0
3 кв. 2018	0,9	0,9	0
4 кв. 2018	0,9	0,9	0
1 кв. 2019	1,0	0,9	0
2 кв. 2019	1,1	1,0	0
3 кв. 2019	1,2	1,1	0
4 кв. 2019	1,3	1,2	0
1 кв. 2020	1,2	1,3	0,5
2 кв. 2020	1,5	1,2	0
3 кв. 2020	1,7	1,5	0
4 кв. 2020	1,9	1,7	0
1 кв. 2021	2,2	1,9	0
2 кв. 2021	2,5	2,2	0
3 кв. 2021	2,8	2,5	0
4 кв. 2021	2,9	2,8	0
1 кв. 2022	2,4	2,9	1,9

2 кв. 2022	2,2	2,4	0,92
3 кв. 2022	2,0	2,2	1
4 кв. 2022	2,1	2,0	0,4
1 кв. 2023	2,5	2,1	0
2 кв. 2023	2,8	2,5	0
3 кв. 2023	3,2	2,8	0
4 кв. 2023	3,2	3,2	0,65

В оценке (11) модели (12) сохранены только значащие объясняющие переменные. Вот соответствующая протоколу (таблица 20) оценка модели 12:

$$SOSI_t = 1,12 \cdot SVST_{t-1} - 0,47 \cdot SPS_t + u_t. \quad (13)$$

Таблица 20 – Результаты оценки модели 1 доли владения акциями физическими лицами

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
$SOSI_{t-1}$	1,11682	0,01187	94,1	< 2e-16 ***
SPS_t	-0,46751	0,04493	-10,41	5,82e-10 ***

Тестирование первой предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью RESET-теста Рамсея:

RESET = 3,4436, df1 = 2, df2 = 20, p-value = 0,05186.

Т.к. p-value = 0,05186 > 0,05, спецификация модели верна.

Тестирование второй предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Пагана:

BP = 2,2034, df = 1, p-value = 0,1377.

Т.к. p-value = 0,1377 > 0,05, случайные остатки гомоскедастичны.

Тестирование третьей предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Годфри:

LM test = 1,3621, df = 1, p-value = 0,2432.

Т.к. p-value = 0,2432 > 0,05, случайные остатки некоррелированы.

Тестирование предпосылки о нормальном законе распределения случайного возмущения u_t с помощью теста Харке-Бера:

X-squared = 0,89439, df = 2, p-value = 0,6394.

Т.к. p-value = 0,7657 > 0,05, случайное возмущение u_t нормально распределено.

Тестирование на нестационарность случайных остатков с помощью теста Дики-Фулера:

Dickey-Fuller = -4.1294, Lag order = 0, p-value = 0.01874.

Т.к. p-value < 0,05, случайные остатки стационарны.

На рисунке 7 представлен график временного ряда остатков модели (13) и две коррелограммы (автокорреляционной (ACF) и частной автокорреляционной функций

(*PACF*)). На рисунке 8 видно, что нулевая гипотеза о равенстве нулю значений *ACF* и *PACF* для всех лагов не отвергается, так как ни одно значение не превышает уровень значимости (пунктирные линии на графике).

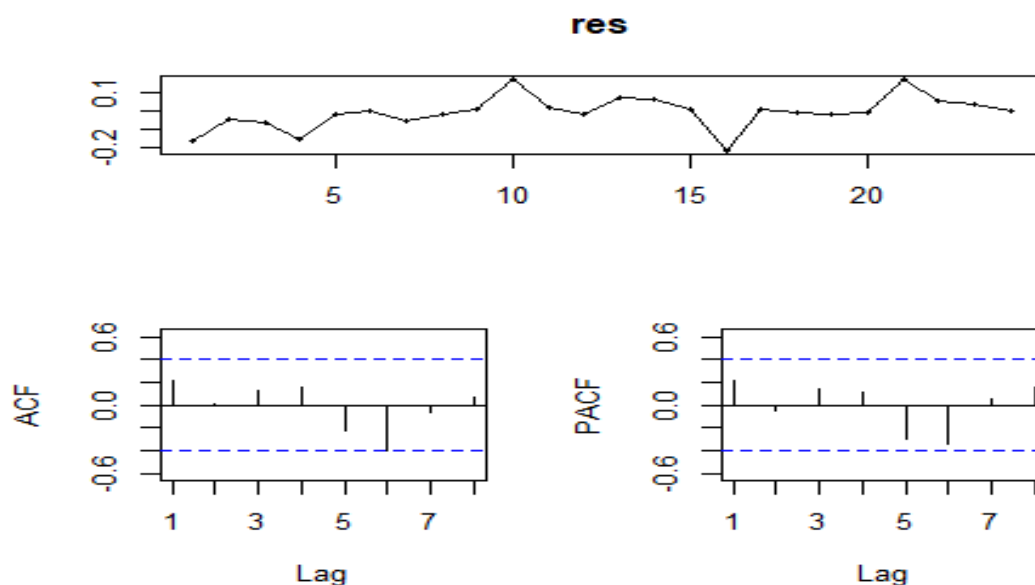


Рис. 8. График случайных остатков и его корреляционные характеристики

Для построения прогноза по модели доли владения акциями физическими лицами используется следующее уравнение:

$$\widehat{SOSI}_t = 1,12 \cdot SOSI_{t-1} - 0,47 \cdot SPS_t. \quad (14)$$

В таблице 21 представлены оценки коэффициентов модели (13), вычисленные по кумулятивным выборкам. Эти данные позволяют судить об устойчивости оценок коэффициентов модели.

Таблица 21 – Оценки коэффициентов модели (13), вычисленные по кумулятивным выборкам

Даты выборки	Объем выборки	Оценки коэффициентов модели	
		$SOSI_{t-1}$	SPS_t
1 кв. 2018 – 1 кв. 2020	9	1,05	-0,28
1 кв. 2018 – 4 кв. 2021	16	1,10	-0,40
1 кв. 2018 – 4 кв. 2022	20	1,10	-0,44
1 кв. 2018 – 4 кв. 2023	24	1,12	-0,47

В таблицах 22.1–22.2 приведены результаты *ex-post* прогнозов по модели с коэффициентами из таблицы 18. Истинные ошибки *ex-post* прогнозов объективно характеризуют качество модели (13).

Таблица 22.1 – *Ex-post* прогнозы по модели (13)

1 кв. 2018 - 1 кв. 2020			1 кв. 2018 - 4 кв. 2021	
Ех-post прогнозы	Ошибки	T	Ех-post прогнозы	Ошибки
0,94	0,10	1 кв. 2018	0,98	0,15
0,88	-0,01	2 кв. 2018	0,92	0,04
0,93	0,01	3 кв. 2018	0,98	0,05
0,97	0,09	4 кв. 2018	1,02	0,14
0,93	-0,04	1 кв. 2019	0,97	0,00
1,02	-0,07	2 кв. 2019	1,07	-0,02
1,14	-0,01	3 кв. 2019	1,20	0,04
1,22	-0,05	4 кв. 2019	1,28	0,00
1,20	0,00	1 кв. 2020	1,20	0,00
1,26	-0,26	2 кв. 2020	1,32	-0,20
1,60	-0,11	3 кв. 2020	1,67	-0,04
1,80	-0,09	4 кв. 2020	1,89	-0,01
1,99	-0,20	1 кв. 2021	2,09	-0,11
2,31	-0,21	2 кв. 2021	2,42	-0,10
2,65	-0,17	3 кв. 2021	2,77	-0,05
2,97	0,04	4 кв. 2021	3,11	0,18
2,55	0,16	1 кв. 2022	2,46	0,06
2,26	0,02	2 кв. 2022	2,26	0,03
2,07	0,06	3 кв. 2022	2,06	0,05
2,01	-0,05	4 кв. 2022	2,05	0,00
2,16	-0,31	1 кв. 2023	2,26	-0,21
2,60	-0,21	2 кв. 2023	2,72	-0,09
2,96	-0,22	3 кв. 2023	3,10	-0,08
3,16	-0,08	4 кв. 2023	3,24	-0,01

Таблица 22.2 – Ех-post прогнозы по модели (13)

1 кв. 2018 - 4 кв. 2022			1 кв. 2018 - 4 кв. 2023	
Ех-post прогнозы	Ошибки	t	Ех-post прогнозы	Ошибки
0,99	0,15	1 кв. 2018	1,00	0,16
0,92	0,04	2 кв. 2018	0,94	0,05
0,98	0,05	3 кв. 2018	0,99	0,07
1,02	0,14	4 кв. 2018	1,03	0,15
0,97	0,00	1 кв. 2019	0,98	0,02
1,07	-0,02	2 кв. 2019	1,08	-0,01
1,20	0,04	3 кв. 2019	1,21	0,06
1,28	0,00	4 кв. 2019	1,29	0,02
1,18	-0,02	1 кв. 2020	1,19	-0,01
1,32	-0,20	2 кв. 2020	1,34	-0,18
1,67	-0,04	3 кв. 2020	1,70	-0,02
1,89	-0,01	4 кв. 2020	1,91	0,02
2,09	-0,11	1 кв. 2021	2,11	-0,08
2,42	-0,10	2 кв. 2021	2,45	-0,07
2,78	-0,05	3 кв. 2021	2,81	-0,01
3,11	0,18	4 кв. 2021	3,15	0,22

2,39	0,00	1 кв. 2022	2,38	-0,01
2,23	0,00	2 кв. 2022	2,24	0,01
2,03	0,01	3 кв. 2022	2,03	0,02
2,04	-0,01	4 кв. 2022	2,06	0,01
2,26	-0,21	1 кв. 2023	2,30	-0,18
2,72	-0,09	2 кв. 2023	2,76	-0,05
3,10	-0,08	3 кв. 2023	3,14	-0,04
3,22	-0,03	4 кв. 2023	3,25	0,00

Модель 2 доли владения акциями физическими лицами

Спецификация модели уровней $SOSI_t$ также может быть представлена как спецификация модели авторегрессии-распределённых лагов $ADL(1,1)$:

$$SOSI_t = a_0 + a_1 \cdot SOSI_{t-1} + b_0 \cdot USA_t + b_1 \cdot USA_{t-1} + c_0 \cdot LIR_t + c_1 \cdot LIR_{t-1} + d_0 \cdot INF_t + d_1 \cdot INF_{t-1} + h \cdot SPS_t + u_t \quad (15)$$

В таблице 23 представлены статистические данные для оценивания модели (15).

Таблица 23 – Статистические данные для оценивания модели (13)

Т	$SOSI_t$	$SOSI_{t-1}$	USA_t	USA_{t-1}	LIR_t	LIR_{t-1}	INF_t	INF_{t-1}	SPS_t
1 кв. 2018	0,8	0,9	56,21	58,65	7,3	7,6	2,3	2,6	0
2 кв. 2018	0,9	0,8	63,21	56,21	7,5	7,3	2,4	2,3	0
3 кв. 2018	0,9	0,9	64,65	63,21	8,4	7,5	3,0	2,4	0
4 кв. 2018	0,9	0,9	66,8	64,65	8,8	8,4	3,9	3,0	0
1 кв. 2019	1,0	0,9	65,04	66,8	8,4	8,8	5,2	3,9	0
2 кв. 2019	1,1	1,0	65,87	65,04	8,1	8,4	5,0	5,2	0
3 кв. 2019	1,2	1,1	63,71	65,87	7,3	8,1	4,3	5,0	0
4 кв. 2019	1,3	1,2	64,01	63,71	6,6	7,3	3,4	4,3	0
1 кв. 2020	1,2	1,3	65,92	64,01	6,6	6,6	2,4	3,4	0,5
2 кв. 2020	1,5	1,2	73,55	65,92	6,1	6,6	3,1	2,4	0
3 кв. 2020	1,7	1,5	72,56	73,55	6,2	6,1	3,6	3,1	0
4 кв. 2020	1,9	1,7	76,52	72,56	6,2	6,2	4,4	3,6	0
1 кв. 2021	2,2	1,9	73,58	76,52	6,8	6,2	5,6	4,4	0
2 кв. 2021	2,5	2,2	75,85	73,58	7,2	6,8	6,0	5,6	0
3 кв. 2021	2,8	2,5	72,46	75,85	7,1	7,2	6,9	6,0	0
4 кв. 2021	2,9	2,8	72,96	72,46	8,2	7,1	8,3	6,9	0
1 кв. 2022	2,4	2,9	86,42	72,96	10,2	8,2	11,5	8,3	1,9
2 кв. 2022	2,2	2,4	67,91	86,42	9,9	10,2	16,9	11,5	0,92
3 кв. 2022	2,0	2,2	58,66	67,91	9,2	9,9	14,4	16,9	1
4 кв. 2022	2,1	2,0	62,96	58,66	10,3	9,2	12,2	14,4	0,4
1 кв. 2023	2,5	2,1	72,2	62,96	10,7	10,3	8,8	12,2	0
2 кв. 2023	2,8	2,5	82,94	72,2	10,9	10,7	2,7	8,8	0
3 кв. 2023	3,2	2,8	92,91	82,94	11,4	10,9	5,2	2,7	0
4 кв. 2023	3,2	3,2	93,14	92,91	12,0	11,4	7,2	5,2	0,65

Оцененная модель имеет вид (после удаления незначущих переменных):

$$SOSI_t = -0,86 + 0,95 \cdot SOSI_{t-1} + 0,017 \cdot USA_t - 0,03 \cdot LIR_t + 0,032 \cdot INF_{t-1} - 0,49 \cdot SPS_t + u_t \quad (16)$$

Таблица 24 – Результаты оценки модели 15 доли владения акциями физическими лицами

Объясняющие переменные	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	Значение t -статистики	p -value
Константа	-0,863236	0,181775	-4,749	0.000160 ***
$SOSI_{t-1}$	0,949472	0,044746	21,219	3.46e-14 ***
USA_t	0,017390	0,003524	4,935	0.000107 ***
LIR_t	-0,031812	0,011537	-2,757	0.012969 *
INF_{t-1}	0,031687	0,007055	4,492	0.000282 ***
SPS_t	-0,493231	0,035192	-14,015	3.99e-11 ***

Тестирование первой предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью RESET-теста Рамсея:

RESET = 0,26747, df1 = 2, df2 = 16, p -value = 0,7687.

Т.к. p -value = 0,7687 > 0,05, спецификация модели верна.

Тестирование второй предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Пагана:

BP = 4,2892, df = 5, p -value = 0,5086.

Т.к. p -value = 0,5086 > 0,05, случайные остатки гомоскедастичны.

Тестирование третьей предпосылки теоремы Гаусса–Маркова с помощью теста Бройша-Годфри:

LM test = 0,48947, df = 1, p -value = 0,4842.

Т.к. p -value = 0,48947 > 0,05, случайные остатки некоррелированы.

Тестирование предпосылки о нормальном законе распределения случайного возмущения u_t с помощью теста Харке-Бера:

X-squared = 1,5557, df = 2, p -value = 0,4594.

Т.к. p -value = 0,4594 > 0,05, случайное возмущение u_t нормально распределено.

Тестирование на нестационарность случайных остатков с помощью теста Дики-Фулера:

Dickey-Fuller = -5,1991, Lag order = 0, p -value = 0,01.

Т.к. p -value = 0,01 < 0,05, случайные остатки стационарны.

На рисунке 9 представлен график временного ряда остатков модели (16) и две коррелограммы (автокорреляционной (ACF) и частной автокорреляционной функций ($PACF$)). На рисунке 9 видно, что нулевая гипотеза о равенстве нулю значений ACF и $PACF$ для всех лагов не отвергается, так как ни одно значение не превышает уровень значимости (пунктирные линии на графике).

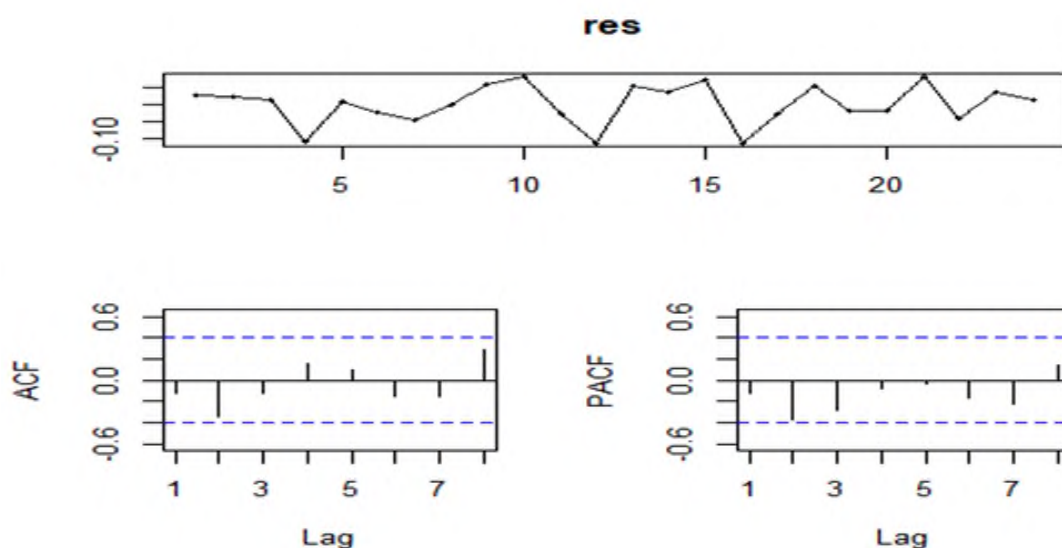


Рис. 9. График случайных остатков и его корреляционные характеристики

Для построения прогноза по модели $ADL(1,1)$ доли владения акциями физическими лицами используется следующее уравнение:

$$\widehat{SOSI}_t = -0,86 + 0,95 \cdot SOSI_{t-1} + 0,017 \cdot USA_t - 0,03 \cdot LIR_t + 0,032 \cdot INF_{t-1} - 0,49 \cdot SPS_t \quad (17)$$

В таблице 25 представлены оценки коэффициентов модели (17), вычисленные по кумулятивным выборкам. Эти данные позволяют судить об устойчивости оценок коэффициентов модели.

Таблица 25 – Оценки коэффициентов модели (17), вычисленные по кумулятивным выборкам

Даты выборки	Объем выборки	Оценки коэффициентов модели					
		SPS_t	INF_{t-1}	LIR_t	USA_t	$SOSI_{t-1}$	a_0
1 кв. 2018 – 1 кв. 2020	9	-0,240	0,039	-0,099	0,019	0,520	-0,055
1 кв. 2018 – 4 кв. 2021	16	-0,419	0,025	-0,058	0,014	0,966	-0,461
1 кв. 2018 – 4 кв. 2022	20	-0,444	0,029	-0,051	0,014	0,963	-0,526
1 кв. 2018 – 4 кв. 2023	24	-0,493	0,032	-0,032	0,017	0,949	-0,863

В таблицах 26.1–26.2 приведены результаты ex-post прогнозов по модели с коэффициентами из таблицы 22.

Таблица 26.1 – Ex-post прогнозы по модели (17)

1 кв. 2018 - 1 кв. 2020			1 кв. 2018 - 4 кв. 2021	
Ex-post прогнозы	Ошибки	t	Ex-post прогнозы	Ошибки
0,84	0,00	1 кв. 2018	0,84	0,01
0,91	0,02	2 кв. 2018	0,87	-0,02
0,88	-0,04	3 кв. 2018	0,89	-0,03

0,92	0,04	4 кв. 2018	0,95	0,07
0,94	-0,03	1 кв. 2019	0,93	-0,04
1,09	0,00	2 кв. 2019	1,08	-0,01
1,18	0,02	3 кв. 2019	1,20	0,04
1,26	-0,01	4 кв. 2019	1,29	0,02
1,20	0,00	1 кв. 2020	1,20	0,00
1,44	-0,08	2 кв. 2020	1,45	-0,07
1,60	-0,11	3 кв. 2020	1,76	0,05
1,79	-0,10	4 кв. 2020	2,01	0,12
1,81	-0,39	1 кв. 2021	2,13	-0,06
2,01	-0,51	2 кв. 2021	2,46	-0,06
2,14	-0,68	3 кв. 2021	2,74	-0,08
2,24	-0,69	4 кв. 2021	3,00	0,08
1,95	-0,44	1 кв. 2022	2,42	0,03
1,71	-0,52	2 кв. 2022	2,15	-0,09
1,73	-0,29	3 кв. 2022	2,01	0,00
1,62	-0,43	4 кв. 2022	1,98	-0,08
1,79	-0,68	1 кв. 2023	2,24	-0,23
2,05	-0,77	2 кв. 2023	2,69	-0,12
2,13	-1,05	3 кв. 2023	2,99	-0,19
2,20	-1,05	4 кв. 2023	3,10	-0,15

Таблица 26.2 – *Ex-post* прогнозы по модели (17)

	1кв.2018-4кв.2022		1кв. 2018- 4 кв. 2023	
t	<i>Ex-post</i> прогнозы	Ошибки	Прогнозы	Ошибки
1 кв. 2018	0,84	0,01	0,81	-0,02
2 кв. 2018	0,87	-0,02	0,86	-0,02
3 кв. 2018	0,89	-0,03	0,91	-0,01
4 кв. 2018	0,96	0,08	0,99	0,11
1 кв. 2019	0,94	-0,03	0,96	-0,01
2 кв. 2019	1,09	0,00	1,11	0,02
3 кв. 2019	1,21	0,05	1,20	0,04
4 кв. 2019	1,29	0,02	1,28	0,00
1 кв. 2020	1,18	-0,02	1,14	-0,06
2 кв. 2020	1,44	-0,08	1,44	-0,08
3 кв. 2020	1,75	0,04	1,74	0,03
4 кв. 2020	2,01	0,11	2,01	0,12
1 кв. 2021	2,13	-0,06	2,14	-0,06
2 кв. 2021	2,46	-0,06	2,48	-0,04
3 кв. 2021	2,75	-0,07	2,75	-0,07
4 кв. 2021	3,02	0,09	3,04	0,11
1 кв. 2022	2,41	0,02	2,42	0,03
2 кв. 2022	2,17	-0,06	2,19	-0,05
3 кв. 2022	2,05	0,04	2,03	0,02
4 кв. 2022	2,03	-0,02	2,07	0,02
1 кв. 2023	2,30	-0,17	2,39	-0,08
2 кв. 2023	2,74	-0,07	2,86	0,04
3 кв. 2023	3,01	-0,17	3,15	-0,03
4 кв. 2023	3,12	-0,13	3,24	-0,01

ПРИЛОЖЕНИЕ Г

Влияние выпусков акций с целью использования в программах вознаграждения и стимулирования работников компаний-эмитентов акций на развитие рынка долевых ценных бумаг.

В опросе публичных и непубличных компаний методом анкетного онлайн-опроса приняли участие 25 организаций (9 публичных компаний, 16 непубличных компаний).

Компании-эмитенты, принявшие участие в исследовании, представляют следующие отрасли деятельности: энергетика, ИТ, культура, производство / промышленность, финансы и экономика, а также обрабатывающая промышленность и финансово-технологический холдинг.

Непубличные компании, принявшие участие в исследовании, указали следующие отрасли деятельности: финансы и экономика, производство / промышленность, административная деятельность (управление), ИТ, образование, юриспруденция, а также венчурные инвестиции в сфере ИТ, горнодобывающая отрасль и металлургия.

Публичные организации имеют разные источники финансирования, среди лидирующих: облигации и накопленная прибыль (78%), а также банковское финансирование (67%) (рисунок 4.1).



*Рисунок 4.1 – Источники финансирования компаний-эмитентов
Источник: составлено авторами*

Источники финансирования публичных организаций несколько отличаются от непубличных компаний, среди лидирующих: накопленная прибыль (69%) (рисунок 4.2).



Рисунок 4.2 – Источники финансирования непубличных компаний
Источник: составлено авторами

Большинство опрошенных компаний-эмитентов (около 80%) уверенно относят себя к технологичным либо склоняются к тому, что таковыми являются (рисунок 4.3).

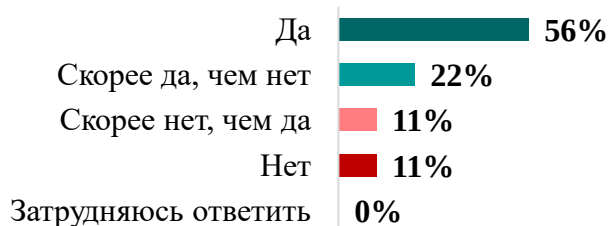


Рисунок 4.3 – Самооценка технологичности компаний
Источник: составлено авторами

Около 2/3 опрошенных непубличных компаний уверенно считают себя технологичными либо склоняются к тому, что таковыми являются (рисунок 4.4).

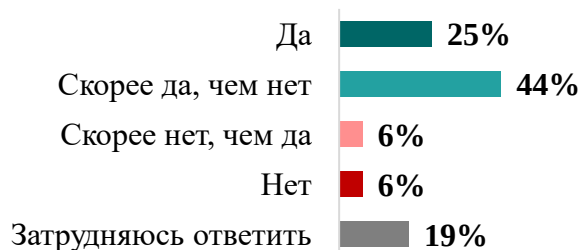


Рисунок 4.4 – Самооценка технологичности компаний
Источник: составлено авторами

Более половины (56%) опрошенных публичных компаний указали, что предоставляют IT-продукт (IT-решения) клиентам (рисунок 4.5).

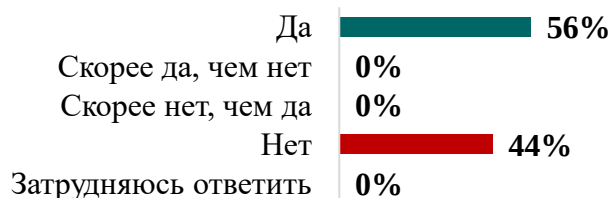


Рисунок 4.5 – Предоставление IT-продуктов (IT-решений) клиентам
Источник: составлено авторами

Среди непубличных компаний каждая вторая не предоставляет IT-продукт (IT-решения) клиентам, и лишь 31% предоставляют IT-продукт (рисунок 4.6).

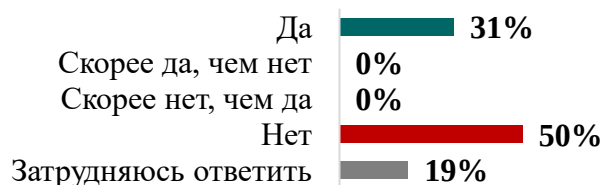


Рисунок 4.6 – Предоставление ИТ-продуктов (ИТ-решений) клиентам
Источник: составлено авторами

Исходя из замысла исследования был спроектирован анализ двух выделенных групп организаций: «Эмитенты» и «Непубличные компании». Сравнительные таблицы с распределением по некоторым вопросам обеих выделенных групп организаций представлены в таблицах X1-X.3.

4.1. Публичные компании

В исследовании публичные компании оценили различные аспекты выхода на публичный рынок капитала (рисунок 4.1.1). Самую высокую оценку получило соответствие внешних аудиторов стандартам качества для целей публичных компаний (4,67 баллов⁶) и уровень зрелости корпоративного управления (4,56 баллов). Самую низкую оценку эмитенты дали удовлетворенности стоимостью акций на рынке в течение последнего года (2,88 баллов).

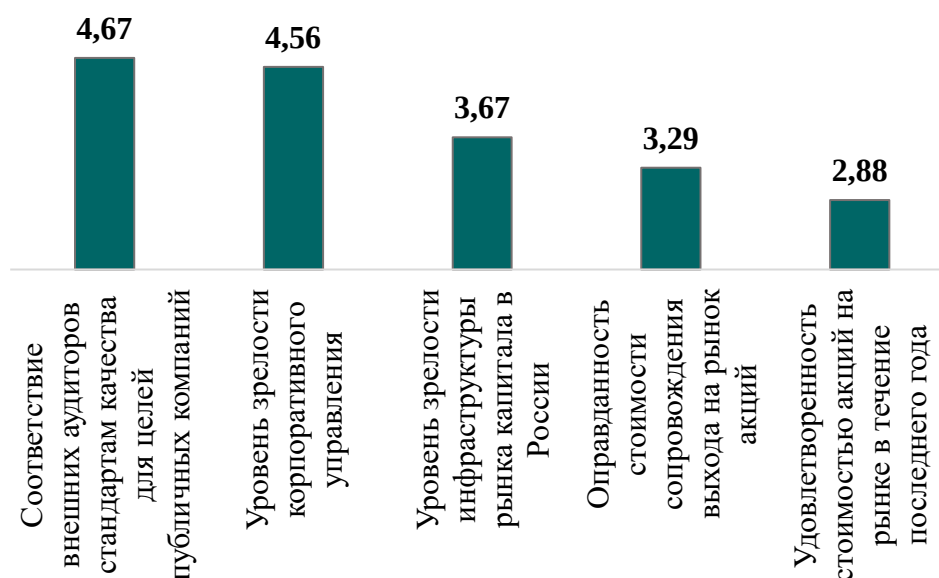


Рисунок 4.1.1 - Удовлетворенность аспектами выхода на публичный рынок капитала
Источник: составлено авторами

В большинстве своем эмитенты не планируют дополнительно размещать акции на рынке капитала (67%) (рисунок 4.1.2). Те, кто всё же планирует, хотят это сделать через

⁶ Удовлетворенность измерялась по шкале от 1 до 5, где 1 - не удовлетворен, а 5 - полностью удовлетворен.

вторичное размещение существующих акций (22%) либо ещё не определились с механикой выхода на рынок (11%).



Рисунок 4.1.2 – Планы о дополнительном размещении акций на рынок
Источник: составлено авторами

Планирующие дополнительно разместить акции через вторичное размещение существующих акций (SPO), указали разные максимальные доли акций компании, которые они готовы разместить в свободное обращение:

- либо от 11% до 25%,
- либо от 26% до 50%.

Некоторые не определились с механикой выхода, но они готовы разместить в свободное обращение от 26% до 50% акций.

Треть опрошенных эмитентов (33%) готовы с той или иной степенью уверенности сделать сплит акций (рисунок 4.1.3). Ещё треть скорее не готова и треть уверенно дала отрицательный ответ.

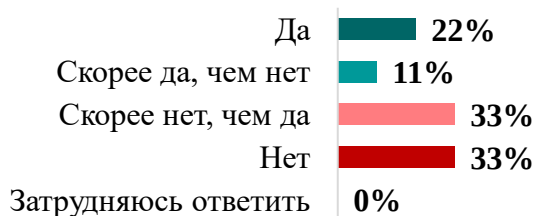


Рисунок 4.1.3 – Готовность эмитентов сделать сплит акций
Источник: составлено авторами

Более половины опрошенных эмитентов дали положительный ответ относительно рассмотрения сценария обратного выкупа акций компании (рисунок 4.1.4).

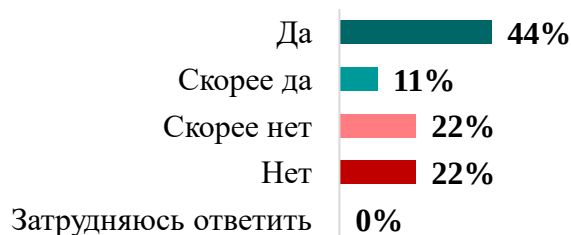


Рисунок 4.1.4 – Рассмотрение сценария обратного выкупа акций
Источник: составлено авторами

Рассматривать сценарий обратного выкупа акций компании-эмитенты (50%) готовы при условии снижения стоимости акций более 25%, снижении стоимости акций более 50% (25%) и существенном изменении стратегии компании (рисунок 4.1.5).

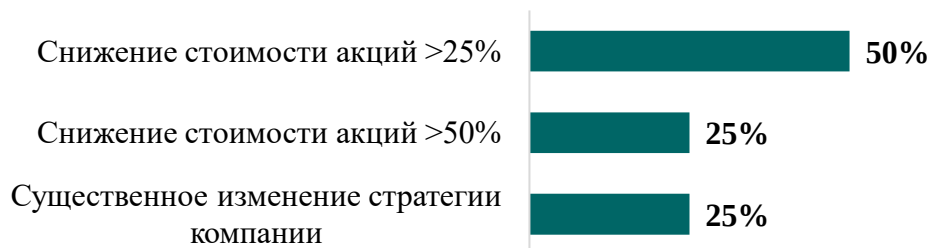


Рисунок 4.1.5 – Условия, при которых компании-эмитенты рассматривают сценарий обратного выкупа акций

Источник: составлено авторами

Действующие компании-эмитенты в большинстве своем в той или иной степени готовы делиться опытом выхода на рынок капитала (88% в сумме положительных ответов) (рисунок 4.1.6). Однако, были названы необычные формы того, как это можно делать – не совсем понятно, как эти формы будут направлены на помощь компаниям, которые только обдумывают свой выход на рынок капитала.

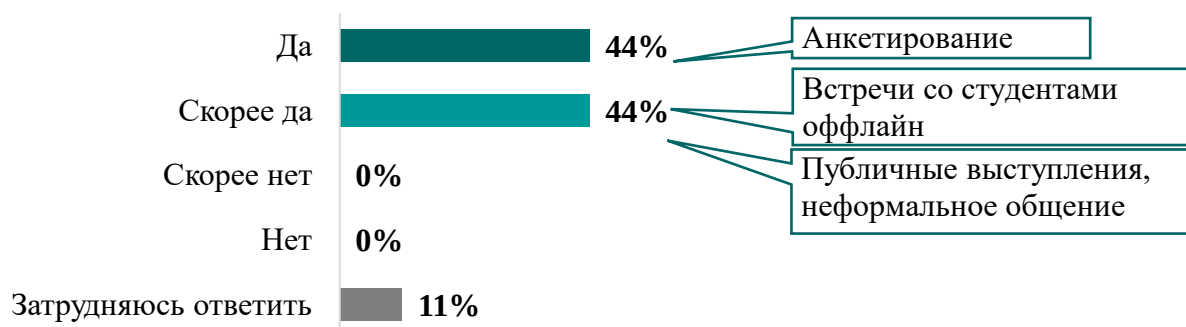


Рисунок 4.1.6 – Готовность делиться опытом выхода на рынок капитала и её формы

Источник: составлено авторами

4.2. Непубличные компании

Наибольшая доля опрошенных непубличных компаний не планируют размещать ни акции, ни облигации на бирже на горизонте следующих 3-5 лет (44%), ещё четверть опрошенных планируют разместить только облигации (25%) (рисунок 4.2.1). В размещении акций заинтересованы 32% опрошенных, причём 13% из них планируют размещать и облигации.

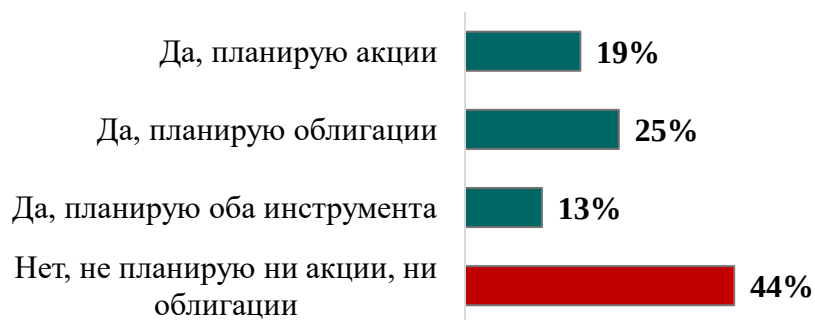


Рисунок 4.2.1 – Планирование размещения акций или облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет
Источник: составлено авторами

Среди тех, кто планирует размещение облигаций или вообще не планирует ничего размещать на бирже на горизонте следующих 3-5 лет, 45% в целом рассматривают возможность размещения акций компании на бирже когда-нибудь (рисунок 4.2.2).

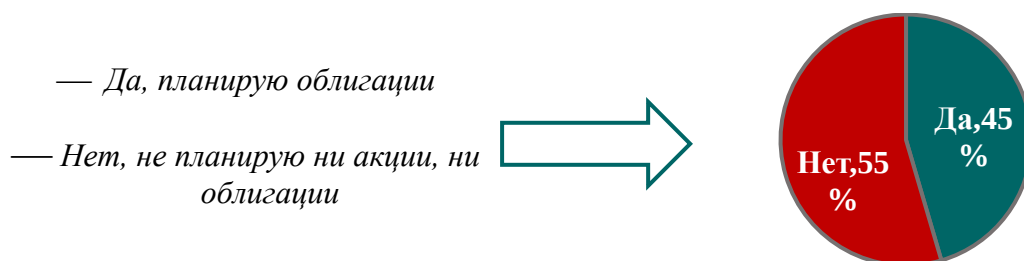


Рисунок 4.2.2 – Возможность размещения акций компании на бирже в целом когда-нибудь
Источник: составлено авторами

Таким образом, опрошенные непубличные компании условно поделились на 2 категории:

1 категория – потенциальные эмитенты – 10 организаций, сюда относятся те:

- кто планирует размещение акций или облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет (5 организаций);
- кто планирует размещение облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет и рассматривает в целом размещение акций компании на бирже когда-нибудь (3 организации);
- кто НЕ планирует размещение акций или облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет, но рассматривает в целом размещение акций компании на бирже когда-нибудь (2 организации);

2 категория – непубличные компании, не готовые выйти на рынок акций – 6 организаций, сюда относятся те:

- кто планирует размещение облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет и НЕ рассматривает в целом размещение акций компании на бирже когда-нибудь (1 организация);

— кто НЕ планирует размещение акций или облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет и НЕ рассматривает в целом размещение акций компании на бирже когда-нибудь (5 организаций).

Более половины опрошенных непубличных компаний имеют интерес получения опыта выхода на рынок капитала со стороны действующих компаний-эмитентов (57%: 38% да и 19% скорее да) (рисунок 4.2.3). При этом они готовы получать информацию как самостоятельно: при изучении аналитических обзоров и отчетов или получении почтовых рассылок, так и при личном контакте: на встречах, лекциях, конференциях.

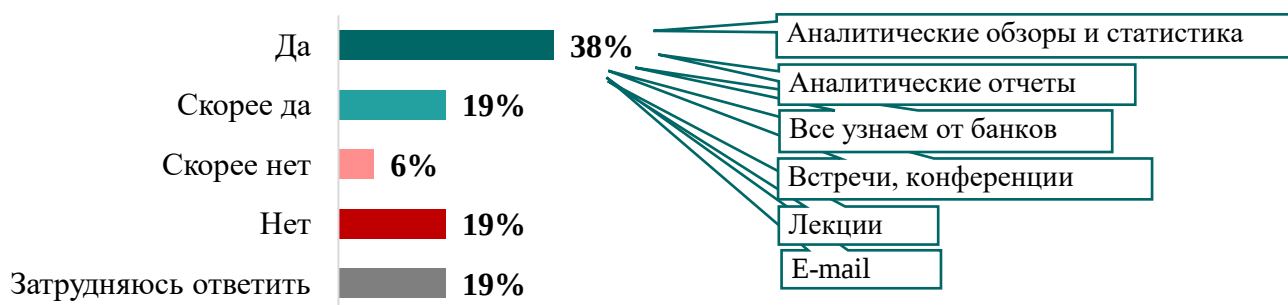


Рисунок 4.2.3 – Интерес получения опыта выхода на рынок капитала со стороны действующих компаний-эмитентов и формы получения
Источник: составлено авторами

4.3. Сравнение эмитентов, потенциальных эмитентов и непубличных компаний, не готовых выйти на рынок акций

Размышляя о причинах появления желания выйти на публичный рынок капитала, эмитенты в первую очередь говорят о финансировании деятельности компании: 67% – привлечение дополнительного финансирования для развития компании и 56% – альтернатива долгового финансирования (рисунок 4.3.1). Также по 56% получили ответы, касающиеся привлечения и удержания ключевых сотрудников путём предоставления им возможности стать акционерами компании и касающиеся вклада в репутацию бренда и его узнаваемость. Преобладающими причинами появления желания выйти на публичный рынок капитала для потенциальных эмитентов являются привлечение дополнительного финансирования для развития компании (63%), а также привлечение и удержание ключевых сотрудников (50%).

У действующих эмитентов одной из причин выхода на рынок акций было желание быть в тренде (22%). Потенциальные эмитенты не руководствуются подобным мотивом.

Также примечательно, что такие мотивы, как: выход (частичный) из бизнеса для текущих акционеров (cash out) и защита акционеров от недружественных (корпоративных) действий выбирались потенциальными эмитентами в большей доле, чем эмитентами (38%

к 33% и 13% к 11% соответственно). И у потенциальных эмитентов присутствует в качестве мотива получение преимуществ публичных компаний (государственных заказов) (13%).



Рисунок 4.3.1 – Мотивы выхода компании на публичный рынок акций
Источник: составлено авторами

Подтолкнуть к отказу от дополнительного выпуска акций на рынок эмитентов может низкая оценка стоимости компании (78%) и низкий спрос на компанию со стороны инвесторов (56%) (рисунок 4.3.2). Самым незначительным фактором стала сложность процедуры оформления при выходе на публичный рынок капитала (11%), вероятно в силу того, что это действующие эмитенты и им уже знакома данная процедура.

Отталкивающими факторами для потенциальных эмитентов являются недостаточный спрос со стороны инвесторов (50%), низкая оценка стоимости компании и изменение стратегии компании / пересмотр инвестиционной программы (по 40%).

Для непубличных компаний, не готовых выйти на рынок акций, весомыми факторами стали изменение стратегии компании / пересмотр инвестиционной программы и нехватка внутренних и внешних компетенций для запуска акций (по 33%), а также

наличие альтернативных источников финансирования компании (прибыль, вклады, субсидии государства и т. д.) (17%).



Рисунок 4.3.2 – Факторы, сдерживающие компании от выпуска / дополнительного выпуска акций на рынок капитала

Источник: составлено авторами

Опрошенные организации указали изменения, которые могут послужить стимулом для выпуска или дополнительного выпуска акций компании на рынок (рисунок 4.3.3). Предоставление дополнительных налоговых льгот или субсидий со стороны государства для публичных компаний стало ключевым изменением для всех групп опрошенных компаний (эмитенты – 56%; потенциальные эмитенты – 60%; непубличные компании, не готовые выйти на рынок акций – 33%).

Среди наиболее значимых изменений для эмитентов и потенциальных эмитентов оказались ещё: стимулирование внутреннего спроса на акции со стороны государства (33% и 50% соответственно) и стимулирование привлечения иностранных инвесторов (33% и 40% соответственно).

Только потенциальные эмитенты выбрали такое изменение, как: повышение квалификации и доступности экспертизы участников рынка капитала (20%).

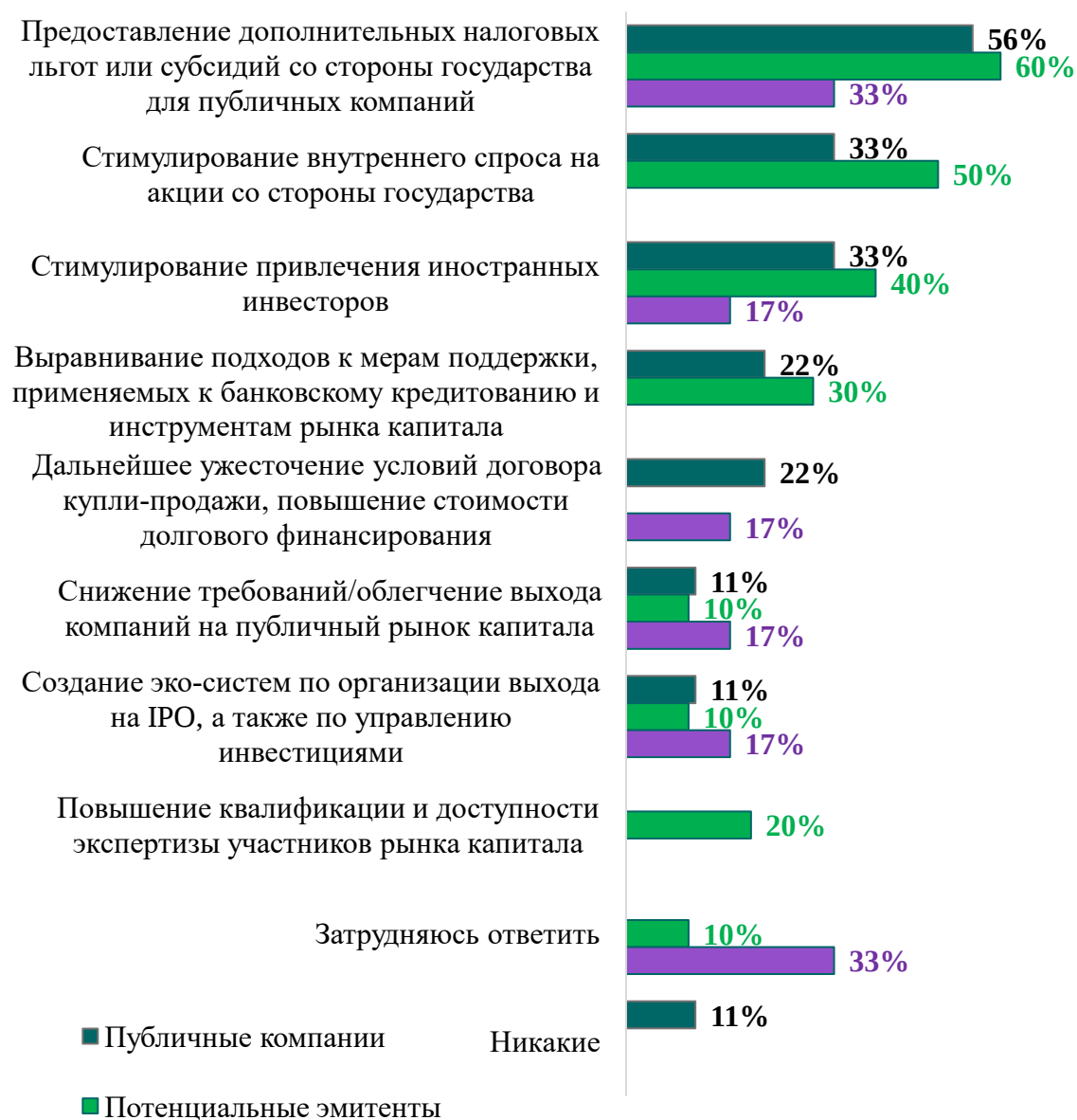


Рисунок 4.3.3 – Изменения, которые могут послужить стимулом для выпуска / дополнительного выпуска акций компании

Источник: составлено авторами

Неоднозначно даны ответы на вопрос о том, может ли замена льготного кредитования на программы субсидирования компаний послужить стимулом выпуска акций компаний (рисунок 4.3.4). Лишь 38% публичных компаний полагают, что замена льготного кредитования на программы субсидирования компаний может послужить

стимулом дополнительного выпуска акций компаний. Те, кто не разделяет такое мнение, считают, что текущая ситуация на финансовом рынке не подходит для реализации подобных изменений.

Потенциальные эмитенты в большинстве своём не разделяют предложенное мнение, то есть для них замена льготного кредитования на программы субсидирования компаний не являются решающим стимулом при принятии решения о выходе на рынок акций. Те, кто выразил отрицательную позицию, объясняют это отсутствием государственной поддержки и наличием альтернативного источника финансирования.

Непубличные компании, которые не готовы выйти на рынок акций, преимущественно не согласны с мнением, что замена льготного кредитования на программы субсидирования компаний может послужить стимулом выпуска акций компаний (50%). Ещё треть из них затрудняются ответить на данный вопрос и всего 17% с сомнением дают положительный ответ.

В целом видно, что публичные компании дали более положительный ответ, чем потенциальные эмитенты или непубличные компании, не готовые выйти на рынок акций, что подтверждают рассчитанные индексы⁷ (0,52 против 0,33 и 0,11).

⁷ Индекс рассчитан по следующей формуле: $\text{Index} = a*1 + b*0,66 + c*0,33 + d*0$, где a – доля положительных ответов («Да»), b – доля полу положительных ответов («Скорее да»), c – доля полу отрицательных ответов («Скорее нет»), d – доля отрицательных ответов («Нет»). Полученное таким образом значение интегрального индекса варьируется от 0 до 1: 0 – означает низкую степень выраженности измеряемой характеристики, 0,5 – промежуточную, среднюю, а 1 – наивысшую.

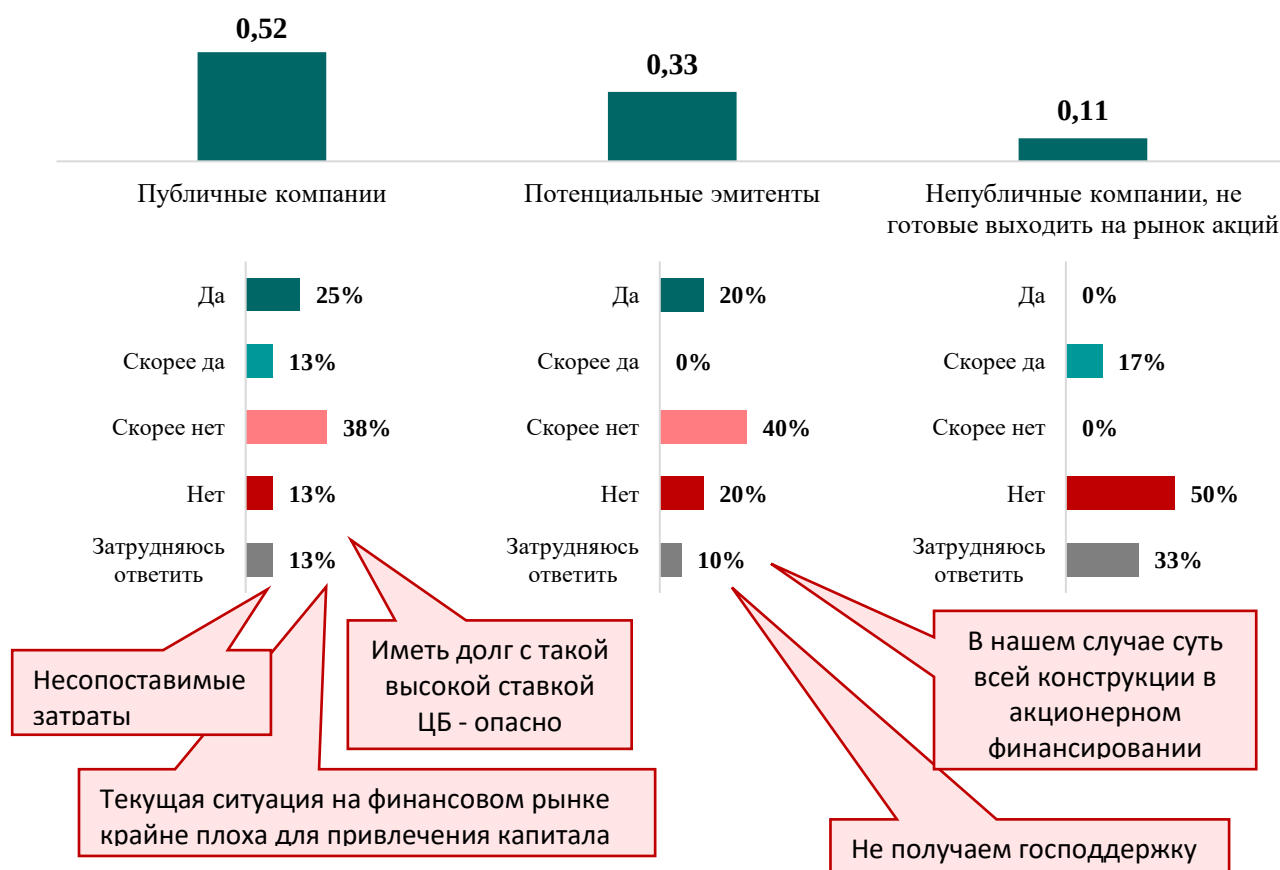


Рисунок 4.3.4 – Мнение о том, может ли замена льготного кредитования на программы субсидирования компаний послужить стимулом выпуска акций компаний, и пояснения отрицательного мнения
 Источник: составлено авторами

4.4. Потенциальные инвесторы

Планирующие размещение акций или облигаций на бирже на горизонте следующих 3-5 лет непубличные компании оценили готовность их компаний к выходу на рынок акций по различным аспектам (рисунок 4.4.1). Самую высокую оценку получила полная готовность компании к выходу на биржу (3,20 баллов из 58) и внедрение корпоративного управления (3,20 баллов). Самую низкую оценку непубличные организации дали квалификации банка-организатора (2,00 баллов).

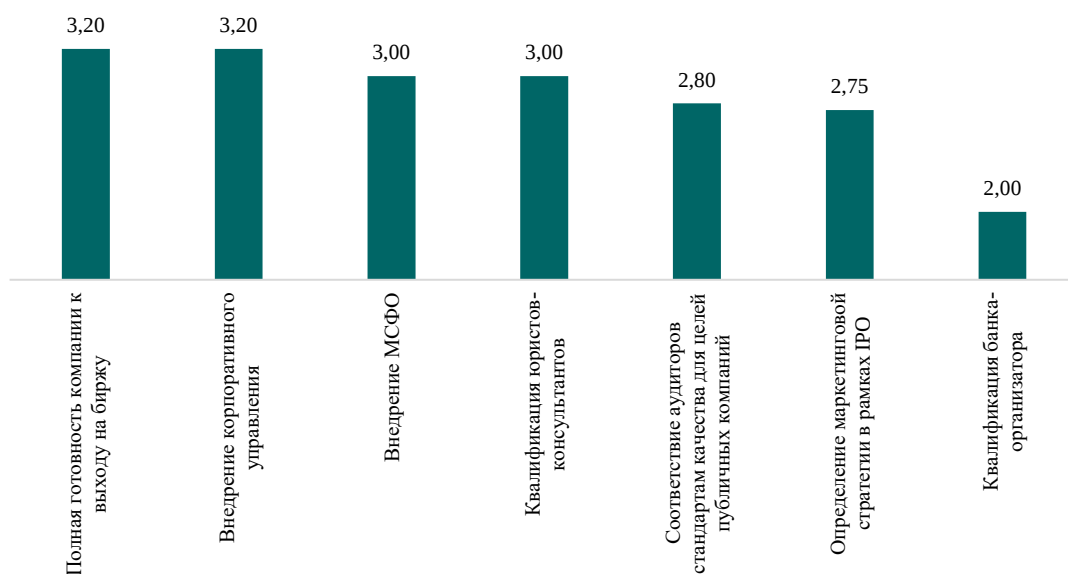


Рисунок 4.4.1 – Оценка готовности компании к выходу на рынок акций
Источник: составлено авторами

На рисунке 4.4.2 представлены максимальная доля акций, которую непубличные компании, являющиеся потенциальными эмитентами, готовы разместить при выходе на рынок акций, и максимальная доля, которую разместят в целом. В основном готовы разместить при выходе до 25% акций (по 38% получили варианты менее 10% и 11%-25%), в вопросе о размещении объема акций в целом лидирует максимальная доля, равная 11%-25% (50%).

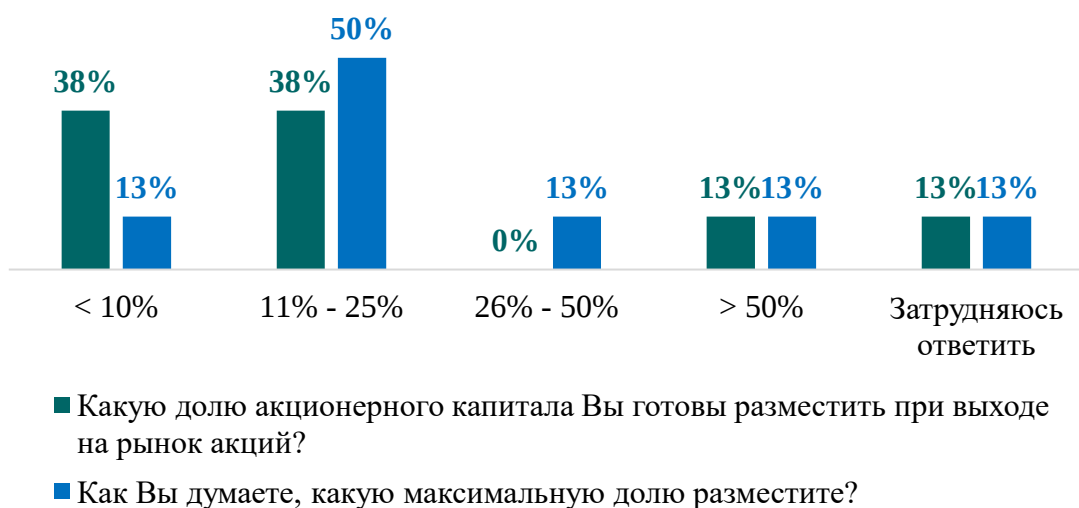


Рисунок 4.4.2 – Максимальная доля акций, которую непубличные компании готовы разместить при выходе на рынок акций и которую разместят в целом
Источник: составлено авторами

На вопрос о том, как потенциальные эмитенты митигируют риск отмены сделки, никто не ответил, что отложит сделку (рисунок 4.4.3). 40% опрошенных будут искать другие источники финансирования, и такая же доля опрошенных затруднилась ответить на

данный вопрос. Был также указан свой вариант – ожидание снижения ставки рефинансирования.

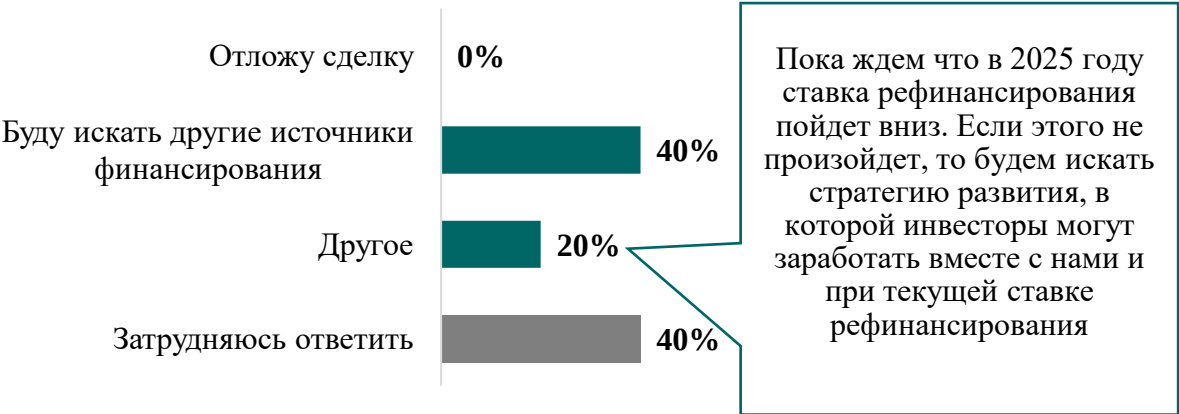


Рисунок 4.4.3 – «План Б»: способы митигирования риска отмены сделки
Источник: составлено авторами

4.5. О долгосрочной системе мотивации

Практически равные доли опрошенных компаний уже используют долгосрочную систему мотивации для сотрудников (44%) или заинтересованы в её внедрении (40%) (рисунок 4.5.1).

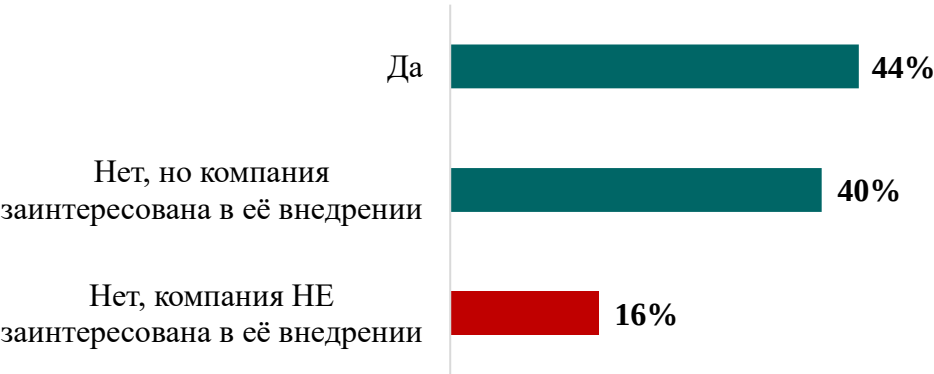


Рисунок 4.5.1 – Использование компанией долгосрочной системы мотивации для сотрудников
Источник: составлено авторами

Те, кто уже запустил долгосрочную систему мотивации в своей компании, преимущественно указали, что она базируется на акциях / опционах (43%) и на денежных средствах (36%) (таблица 4.5.1). Те компании, которые только планируют внедрять такую систему, также отметили, что она будет базироваться на на акциях / опционах (46%).

Таблица 4.5.1 – Основа долгосрочной системы мотивации для сотрудников

	Долгосрочная система мотивации	
	базируется на... (у кого она внедрена)	будет базироваться на... (у кого есть планы по внедрению)
Акциях/Опционах	43%	46%

Фантомных акциях	14%	15%
Денежных средствах	36%	23%
Затрудняюсь ответить	7%	15%

Источник: составлено авторами

В долгосрочную систему мотивации вовлечена небольшая доля сотрудников компании: либо до 10% сотрудников (64%), либо от 11 до 25% сотрудников (18%) (таблица 4.5.2). Те, кто только планирует реализовать такую систему, полагают, что это будет от 11 до 25% сотрудников (50%) либо пока не смогли определиться (40%).

Таблица 4.5.2 – Доля сотрудников компании, которая вовлечена / будет вовлечена в долгосрочную систему мотивации

	Доля сотрудников компании вовлечена в ДСМ (у кого она внедрена)	Доля сотрудников компании будет вовлечена в ДСМ (у кого есть планы по внедрению)
0-10%	64%	0%
11-25%	18%	50%
26-50%	0%	10%
51-75%	9%	0%
Затрудняюсь ответить	9%	40%

Источник: составлено авторами

Компании, реализующие долгосрочную систему мотивации, однозначно вовлекают в неё высшее руководство (например, генерального директора, членов правления, руководителей ключевых подразделений) (59%), треть компаний вовлекают ещё и средний менеджмент (например, руководителей не ключевых отделов и подразделений, менеджеров) (29%) (таблица 4.5.3).

Компании, которые только планируют, думают включить в долгосрочную систему мотивации высшее руководство (44%), средний менеджмент (25%) и избранных сотрудников (19%). Одна из непубличных компаний оставила комментарий в графе «Другое» по данному вопросу: «Вероятно, подходит определение "избранные", но нам больше нравится слово "ключевые". Это может быть не руководитель, но специалист, вклад которого в развитие бизнеса критичен».

Таблица 4.5.3 – Категории сотрудников компании, которые вовлечены / будут вовлечены в долгосрочную систему мотивации

	Категории сотрудников компании, вовлеченные в ДСМ (у кого она внедрена)	Категории сотрудников компании, которые будут вовлечены в ДСМ (у кого есть планы по внедрению)
Высшее руководство (например, генеральный директор, члены правления, руководители ключевых подразделений)	59%	44%
Средний менеджмент (например, руководители неключевых отделов и подразделений, менеджеры)	29%	25%

Линейные сотрудники (например, специалисты, аналитики)	0%	6%
Избранные (например, таланты или другие критерии отбора)	6%	19%
Все категории сотрудников	0%	0%
Затрудняюсь ответить	6%	6%

Источник: составлено авторами

Преобладающая доля опрошенных организаций разделяют мнение, что выход компании на публичный рынок капитала способствует повышению привлекательности долгосрочной системы мотивации для сотрудников (72%, из них: 40% – да; 32% – скорее да) (рисунок 4.5.2).

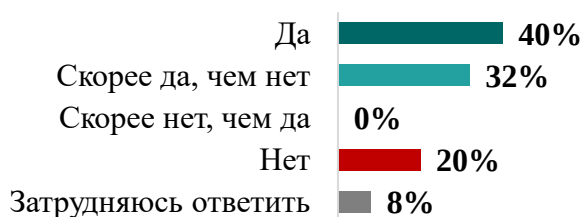


Рисунок 4.5.2 – Способствование выхода компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности долгосрочной системы мотивации для сотрудников

Источник: составлено авторами

Пояснением отрицательной позиции компаний по поводу того, способствует ли выход компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности долгосрочной системы мотивации, являются следующие причины: 1) рынок не готов: нет доверия к стоимости акций, сложно оценить стоимость, нет инструментов хеджирования; 2) сотрудники не заинтересованы; 3) слишком много факторов вне зоны влияния менеджмента, волатильность рынка.

4.6. О программе негосударственного пенсионного обеспечения

Более половины опрошенных организаций (68%) утверждают, что в компании не запущена программа негосударственного пенсионного обеспечения (НПО) (рисунок 4.6.1).

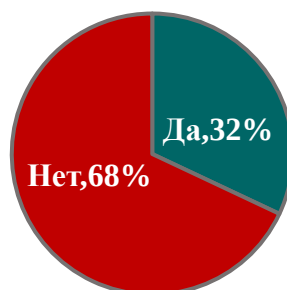


Рисунок 4.6.1 – Использование компанией программы негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)

Источник: составлено авторами

Половина из тех, у кого запущена программа НПО, сообщают, что это было сделано более 5 лет назад (50%) (рисунок 4.6.2).

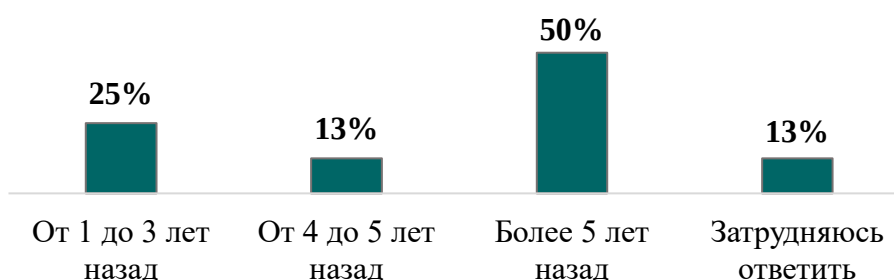


Рисунок 4.6.2 – Срок использования компанией программы негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)

Источник: составлено авторами

Организации указали различные доли сотрудников компании, участвующих в программе негосударственного пенсионного обеспечения, преобладающей среди которых является от 11 до 25% (25% опрошенных выбрали этот вариант), при этом 38% затруднились дать ответ на вопрос (рисунок 4.6.3).

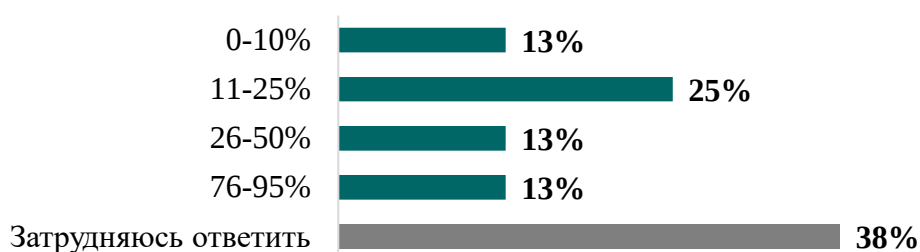


Рисунок 4.6.3 – Доля сотрудников компании, участвующая в программе негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)

Источник: составлено авторами

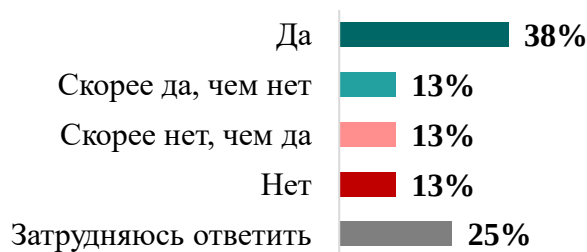
Про наличие со-финансирования со стороны работника в программе НПО сообщают 63% опрошенных компаний (рисунок 4.6.4). Две публичные компании указали размер, в котором производится со-финансирование со стороны работника: 1% и 4%. Одна из непубличных компаний указала, что со-финансирование со стороны работника производится в размере 50%.



Рисунок 4.6.4 – Наличие со-финансирования с руки работника

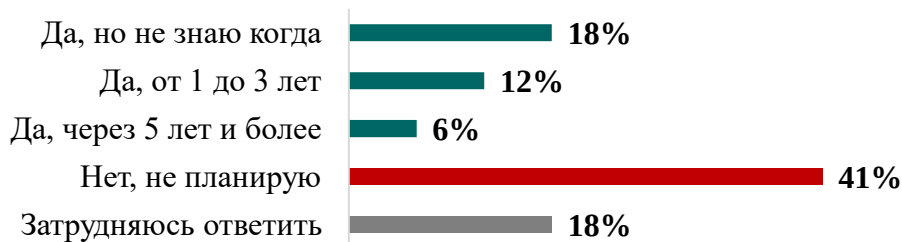
Источник: составлено авторами

Удовлетворенность инвестиционной политикой негосударственных пенсионных фондов выразили 38% опрошенных организаций (рисунок 4.6.5). Одна из компаний предложила внести изменение в инвестиционную политику НПФ – сделать её более рискованной.



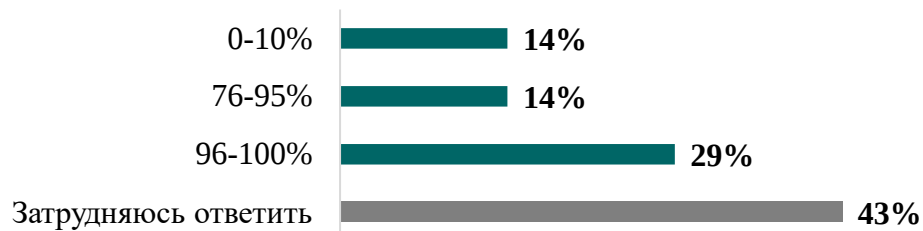
*Рисунок 4.6.5 – Удовлетворенность инвестиционной политикой НПФ
Источник: составлено авторами*

Опрошенные компании, ещё не внедрившие программу негосударственного пенсионного обеспечения, преимущественно не планируют этого делать в ближайшее время (рисунок 4.6.6).



*Рисунок 4.6.6 – Планы внедрения в компанию программы негосударственного пенсионного обеспечения
Источник: составлено авторами*

При ответе на вопрос о том, какая доля сотрудников примет участие в программе негосударственного пенсионного обеспечения, 43% компаний, ещё не внедривших НПО, затруднились ответить на вопрос, а практически каждая третья (29%) указала диапазон от 96 до 100% (рисунок 4.6.7).



*Рисунок 4.6.7 – Доля сотрудников, которая потенциально примет участие в программе НПО
Источник: составлено авторами*

4.7. О программе долгосрочных сбережений

Большая часть опрошенных организаций (41%) не планируют внедрять альтернативное со-финансирование в рамках программы долгосрочных сбережений (ПДС) (рисунок 4.7.1).

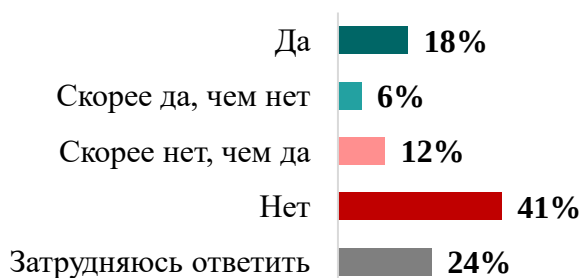


Рисунок 4.7.1 – Планы внедрения альтернативного со-финансирования в рамках программы долгосрочных сбережений (ПДС)

Источник: составлено авторами

Сравнительные таблицы с распределением ответов по всем вопросам публичных и непубличных компаний

Таблица X.1 – О долгосрочной системе мотивации

	Публичные компании	Непубличные компании
1	2	3
Внедрена ли в Вашей компании долгосрочная система мотивации для сотрудников?		
Да	56%	38%
Нет, но компания заинтересована в её внедрении	33%	44%
Нет, компания НЕ заинтересована в её внедрении	11%	19%
Долгосрочная система мотивации базируется на:		
Акциях/Опционах	80%	33%
Фантомных акциях	0%	33%
Денежных средствах	40%	50%
Затрудняюсь ответить	0%	17%
Долгосрочная система мотивации будет базироваться на:		
Акциях/Опционах	33%	71%
Фантомных акциях	33%	14%
Денежных средствах	33%	29%
Затрудняюсь ответить	33%	14%
Какая доля сотрудников Вашей компании вовлечена / будет вовлечена в долгосрочную систему мотивации?		
0-10%	50%	25%
11-25%	38%	25%
26-50%	0%	8%
51-75%	0%	8%
Затрудняюсь ответить	13%	33%
Какие категории сотрудников компании вовлечены / будут вовлечены в долгосрочную систему мотивации?		
Высшее руководство (например, генеральный директор, члены правления, руководители ключевых подразделений)	88%	75%
Средний менеджмент (например, руководители неключевых отделов и подразделений, менеджеры)	63%	25%
Линейные сотрудники (например, специалисты, аналитики)	0%	8%
Избранные (например, таланты или другие критерии отбора)	25%	8%

Затрудняюсь ответить	0%	17%
По Вашему мнению, способствует ли выход компании на публичный рынок капитала повышению привлекательности долгосрочной системы мотивации для сотрудников?		
Да	44%	38%
Скорее да, чем нет	33%	31%
Скорее нет, чем да	0%	0%
Нет	22%	19%
Затрудняюсь ответить	0%	13%
ИНДЕКС	0,66	0,66

Продолжение таблицы X.1

1	2	3
Почему Вы так считаете? (задавался тем, кто ответил отрицательно)		
Рынок не готов: нет доверия к стоимости акций, сложно оценить стоимость, нет инструментов хеджирования	50%	0%
Сложно внедряемо, включая налоги	0%	0%
Сотрудники не заинтересованы	50%	0%
Слишком много факторов вне зоны влияния менеджмента, волатильность рынка	50%	67%
Затрудняюсь ответить	0%	33%

Таблица X.2 – О программе негосударственного пенсионного обеспечения

	Публичные компании	Непубличные компании
1	2	3
Запущена ли в Вашей компании программа негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)?		
Да	56%	19%
Нет	44%	81%
Как давно запущена программа?		
От 1 до 3 лет назад	20%	33%
От 4 до 5 лет назад	0%	33%
Более 5 лет назад	80%	0%
Затрудняюсь ответить	0%	33%
Какая доля сотрудников Вашей компании участвует в программе негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)?		
0-10%	20%	0%
11-25%	40%	0%
26-50%	0%	33%
76-95%	20%	0%
Затрудняюсь ответить	20%	67%
Есть ли со-финансирование с руки работника?		
Да	60%	67%
Нет	40%	0%
Затрудняюсь ответить	0%	33%
Удовлетворены ли Вы инвестиционной политикой НПФ?		
Да	40%	33%
Скорее да, чем нет	0%	33%
Скорее нет, чем да	20%	0%
Нет	20%	0%

Затрудняюсь ответить	20%	33%
ИНДЕКС	0,58	0,83

Продолжение таблицы X.2

Планируете ли Вы внедрить в компанию программу негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)? Если да, то когда?		
Да, но не знаю когда	25%	15%
Да, до 1 года	25%	0%
Да, от 1 до 3 лет	25%	8%
Да, через 5 лет и более	0%	8%
Нет, не планирую	0%	54%
Затрудняюсь ответить	25%	15%
Какая доля сотрудников Вашей компании примет участие в программе негосударственного пенсионного обеспечения (НПО)?		
0-10%	0%	33%
76-95%	33%	0%
96-100%	33%	1%
Затрудняюсь ответить	33%	67%
Планируете ли Вы внедрять альтернативное со-финансирование в рамках программы долгосрочных сбережений (ПДС)?		
Да	50%	8%
Скорее да, чем нет	0%	8%
Скорее нет, чем да	0%	15%
Нет	25%	46%
Затрудняюсь ответить	25%	23%
ИНДЕКС	0,67	0,23

Таблица X.3 – О распространении / получении опыта выхода на рынок капитала

	Публичные компании	Непубличные компании
Да	44%	38%
Скорее да	44%	19%
Скорее нет	0%	6%
Нет	0%	19%
Затрудняюсь ответить	11%	19%
ИНДЕКС	0,83	0,64

ПРИЛОЖЕНИЕ Д

Рекомендации по снятию барьеров для обеспечения реализации наиболее благоприятного сценария развития рынка долевого ценного бумага в России и минимизации рисков.

В последние годы российский рынок долевого ценного бумага столкнулся с рядом вызовов, которые препятствуют его стабильному росту и развитию. Растущие требования к капитализации в рамках валового внутреннего продукта (ВВП) требуют комплексного анализа существующих барьеров и драйверов, влияющих на его функционирование. В этом контексте актуальной становится необходимость выработки рекомендаций по снятию препятствий, которые ограничивают потенциальные возможности рынка и, соответственно, его участников.

Цель данного раздела аналитического отчета заключается в проведении глубокого экспертного анализа текущего состояния рынка капитала в России, выявлении ключевых факторов, способствующих и затрудняющих развитие долевого ценного бумага, а также сбор информации для разработки практических рекомендаций по повышению капитализации в ВВП. В ходе работы акцентирован интерес к основным рискам и проблемам, которые могут помешать достижению запланированных целей и путям их преодоления.

Для достижения поставленной цели выделяются следующие задачи исследования:

1. Определение факторов роста капитализации рынка акций, анализ текущих трендов и их влияния на развитие рынка капитала, а также выявление, как эти факторы могут быть использованы для достижения целевых значений капитализации рынка акций в ВВП.
2. Определение стратегий привлечения финансирования, сбор мнений о наиболее эффективных методах привлечения как долгосрочного финансирования, так и иностранных инвесторов для увеличения капитализации.
3. Идентификация основных рисков и проблем, которые могут препятствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП.
4. Разработка практических рекомендаций для органов власти, субъектов финансового рынка, направленные на достижение цели увеличения доли капитализации рынка акций в ВВП.

5.1. Описание методологии социологического исследования

Сроки проведения исследования с 15 октября по 15 ноября 2024 года.

Выборка исследования. Для участия в исследовании были отобраны эксперты с различным опытом и знаниями, напрямую связанных с фондовым рынком и его

функционированием. В исследовании приняли участие более 30 экспертов, что позволило обеспечить достаточное разнообразие мнений и опыта.

Эксперты представляли следующие отрасли и направления работы на финансовом рынке:

- Минфин
- Банк России
- Государственная Дума ФС РФ
- Биржевые структуры
- Рейтинговые агентства
- Проф. ассоциации (НАУФОР, АРИ, НПФ)
- Лидирующие банки организаторы и инвестиционные компании
- Посредники (ТОП 5 брокеры и УК)
- Лидирующие страховые компании и НПФ
- Внешние аудиторы (бывшая четверка)
- ЛОМЫ
- Ведущие макроэкономисты и аналитики финансового рынка

Сбор данных. В ходе исследования, данные получены тремя основными методами:

- Экспертные интервью, проведенные в формате полуструктурированных бесед, что позволило адаптировать вопросы в зависимости от хода разговора и глубже раскрывать мнения экспертов.

- Анкетирование, в котором эксперты заполнили анкеты с закрытыми и открытыми вопросами. Анкета была разработана на основе предварительного исследования с проведением пилотажа и проверкой на корректность, понятность и валидность.

- Контент-анализ выступлений экспертов федерального уровня на публичных научно-практических форумах и площадках в 2024 году.

Инструментарий исследования

- Гайд для полуструктурированного интервью включал в себя заранее подготовленный список вопросов (16 основных вопросов с возможностью для интервьюера задавать дополнительные вопросы), разделенный на блоки, касающиеся ключевых аспектов темы исследования. Каждое интервью записывалось (с согласия участников) для последующего анализа.

- Анкета состояла из 16 основных вопросов и позволяла экспертам раскрыть свое мнение согласно поставленным задачам исследования.

- Бланк контент-анализа.

Анализ данных

Качественные данные, собранные в ходе интервью, были подвергнуты контент-анализу, в результате чего были выделены основные темы и категории, которые затем были кодированы и обобщены. Результаты анализа данных были интегрированы для получения более полного представления о теме. В процессе интерпретации внимание уделялось как совпадениям, так и различиям в мнениях экспертов.

5.2. Основные результаты исследования

5.2.1. Тренды роста рынка капитала

Отвечая на вопрос *«Какие, на Ваш взгляд, текущие тренды способствуют росту рынка капитала?»*, эксперты подчеркивают, что рост российского рынка капитала во многом обусловлен внутренними факторами, связанными с экономической самоизоляцией, высоким уровнем сбережений, технологическим развитием инфраструктуры, а также увеличением розничного и корпоративного интереса к инвестициям. Анализ мнения экспертов показывает, что возможно выделить несколько трендов, способствующих росту рынка капитала в России.

Внутренний спрос и привлечение капитала внутри страны стало драйвером для роста рынка. Закрытие внешних рынков привело к увеличению интереса к российским активам среди локальных инвесторов, в том числе корпоративных. В данном случае, происходит укрепление рынка капитала за счет увеличения числа компаний, предлагающих свои финансовые инструменты, и интереса предпринимателей к внутреннему финансированию. В то же время, на профильных мероприятиях (например, НАУФОР), обращает на себя точка зрения, согласно которой этот драйвер может оказаться исчерпанным, о чем свидетельствуют негативные тенденции и замедление темпов притока новых клиентов, а также непрерывное уменьшение количества клиентов с капиталом более 100 тыс. рублей, отдававших свои средства в доверительное управление.

В то же время, эксперты сходятся во мнении, что пока сохраняется определенный рост розничного инвестирования и интерес к локальным инструментам. Увеличение числа частных инвесторов и переход крупных капиталов в локальный периметр стали важным трендом. Это связывают как с изоляцией от международных рынков, так и с накоплением значительных сбережений в условиях высоких процентных ставок и ограниченного набора доступных активов для инвестиций. Данный тренд сопровождается ростом финансовой грамотности и улучшением доступности инвестиционных инструментов.

Следующий тренд – это развитие технологической инфраструктуры и цифровизация. Финансовая инфраструктура России признана экспертами одной из самых передовых, что упрощает вход на рынок капитала для частных и корпоративных инвесторов.

Цифровизация и доступность финтех-сервисов способствуют росту числа участников и упрощают процессы торговли, расширяя инвестиционную базу.

Драйвером рынка и трендом выступают также высокий уровень государственных расходов и бюджетный импульс. Высокие государственные расходы и продолжающийся бюджетный импульс (включая рост доходов населения от государственных расходов и участия в программах, связанных с госзаказом) создают дополнительные финансовые ресурсы у населения, поддерживающие фондовый рынок. Условно «излишки» денег идут не на покупку товаров впрок, что было стратегией раньше, а на депозиты и частично на фондовый рынок.

Смещение фокуса на технологический и импортозамещающий сектор. Поддержка государством технологий и импортозамещения привлекает инвесторов к секторам, которые показывают рост. Это способствует появлению новых эмитентов и расширению продуктовой линейки на фондовом рынке, таких как цифровые финансовые активы (ЦФА).

На научных финансовых форумах экспертами был отмечен рекордный рост количества IPO и спроса на него. Первичные размещения акций привлекают значительные объемы инвестиций на фондовый рынок, а также дают инвесторам доступ к новым инвестиционным возможностям. Кроме этого, также отмечается устойчивый рост интереса к коллективным инвестициям, в виде ЗПИФ и иных продуктов, которые даже в текущей рыночной обстановке способны конкурировать с банковскими инструментами.

«В условиях закрытия внешних рынков основная часть доступных для инвестирования ресурсов направляется на внутренний рынок.»

«Увеличение финансовой грамотности населения делает фондовый рынок более доступным и понятным, что стимулирует интерес к долгосрочным вложениям.»

«Создать мощную систему стимулирования населения вкладывать в долгосрочные сберегательные программы и пенсионные кассы (фонды). Вложения минимум на 10 лет с серьезными налоговыми преференциями и соинвестированием от государства. При этом при сохранении жесткого контроля за использованием клиентских средств.»

«Рост объемов инвестиций в инструменты рынков капитала со стороны розничных инвесторов. Репатриация капитала крупных частных инвесторов. Рост количества компаний, размещающих финансовые инструменты на рынках»

«Развитая инфраструктура и технологии - финансовый рынок РФ супертехнологичный на мировом уровне. Квалифицированные профессионалы. Низкие ставки.»

«В 2024 году на российском фондовом рынке состоялось рекордное количество IPO за последние 15 лет – 12 сделок. Наряду с ростом доли институциональных инвесторов в

структуре IPO (стабильно выше 50% по последним сделкам), очевидны качественные изменения и в розничном спросе.»

«Замедляющиеся темпы притока новых клиентов и снижение стоимости активов из-за переоценки. Идет непрерывное уменьшение количества клиентов со счетом от 100 тыс. руб. до 10 млн руб. в доверительном управлении. Основные притоки идут от физических лиц – квалифицированных инвесторов»

5.2.2. Возможности для увеличения капитализации рынка акций

Эксперты выделили несколько основных мер, реализация которых, по их мнению, будет способствовать достижению цели по увеличению доли капитализации рынка акций к ВВП («Что необходимо сделать для достижения цели увеличения капитализации рынка акций к ВВП до 66% к 2030 году?»). Эти идеи охватывают различные аспекты — от экономических стимулов и макроэкономических условий до мер, направленных на поддержку выхода компаний на IPO и привлечение институциональных инвесторов.

В ходе исследования экспертов просили выделить три основные идеи в порядке от наиболее важной к менее важной. В таблице 5.1. представлено проранжированное обобщение идей, выдвинутых экспертами.

Ранжирование показывает, что на первых местах, находятся идеи и меры, связанные с тем, чтобы сделать инвестиции в рынок акций более выгодными по сравнению с другими альтернативами. Эксперты, в первую очередь нацелены на меры снижения регуляторного давления и усиления экономического стимулирования со стороны государства.

Одним из самых приоритетных шагов эксперты считают обеспечение макроэкономической стабильности и снижение процентных ставок. Снижение ключевой ставки звучит во мнении существенного количества экспертов, что, по их мнению, является основной мерой, которая в текущих условиях сдерживает активность на фондовом рынке. Высокие ставки делают банковские депозиты более привлекательными, чем инвестиции в акции, заставляя инвесторов размещать свои средства в банках до того момента, пока эта возможность не будет ограничена снова.

Многие эксперты отмечают необходимость введения налоговых льгот и финансовых стимулов для частных и институциональных инвесторов. Внедрение налоговых стимулов, таких как льготы на долгосрочные вложения и инвестиции в IPO и классические инструменты, способно повысить привлекательность фондового рынка для частных и институциональных инвесторов, особенно, если делается акцент на тех, кто является долгосрочным инвестором, на которых льготы должны распространяться в первую очередь. Также предлагается создание льгот и субсидий для компаний, выходящих на IPO, чтобы

облегчить им путь на рынок или введение налоговых льгот для инструментов коллективного инвестирования (например, ЗПИФ).

Таблица 5.1. Ответы экспертов на вопрос об идеях для достижения цели по росту доли капитализации в ВВП

№	Идеи, упомянутые первыми	Идеи, упомянутые вторыми	Идеи, упомянутые третьими
1	Снижение ключевой ставки (как основное препятствие на пути поток денег на рынок)	Стимулирование рынка коллективных инвестиций (минимизация комиссий и упрощение процедур для привлечения инвесторов)	Поддержка налоговых льгот для эмитентов (освобождение от налогов на дивиденды в приоритетных отраслях)
3	Налоговые стимулы для инвесторов (введение налоговых льгот для долгосрочных инвестиций и стимулирование частных инвесторов)	Повышение прозрачности и корпоративного управления (внедрение стандартов, которые сделают компании более привлекательными для инвесторов)	Привлечение компаний к IPO (аналогично идеям, упомянутым первыми), стимулирование вывода на IPO компаний, выкупленных у нерезидентов
2	Привлечение крупных компаний к IPO, создание условий для роста числа IPO (выход на рынок «национальных чемпионов» и крупных компаний, которые еще не провели IPO, (упрощение бюрократических барьеров и поддержка со стороны государства)	Интеграция в глобальный рынок капитала (создание условий для привлечения иностранных инвесторов из дружественных стран)	Обеспечение доступа к информации (создание платформ для анализа и представления информации о компаниях и их финансовых показателях)
4	Развитие долгосрочных институциональных инвесторов (создание условий для роста активов под управлением пенсионных фондов и других долгосрочных инвесторов)	Разработка программ долгосрочной мотивации для менеджмента (основанных на росте капитализации)	Создание инкубаторов для стартапов (поддержка новых бизнесов на всех этапах их развития)
5	Упрощение выхода на рынок для новых компаний (создание стимулов для выхода на первичное размещение новых компаний)	-	Развитие цифровых активов и технологий (исключение «каннибализации» между классическим и новым рынками)
6	Создание прозрачной и устойчивой налоговой среды (разработка стабильных налоговых решений для инвесторов и эмитентов)	-	-

Эксперты указывают, что рост числа публичных компаний, включая крупные предприятия и госкомпании, может существенно увеличить капитализацию рынка. Для этого, возможными мерами становится приватизация, упрощение IPO, а также снятие барьеров для выхода на рынок акций для малых и средних компаний. Для ИТ компаний предлагаются отдельные льготы, что позволит усилить представленность этого перспективного и быстрорастущего сектора на фондовом рынке. Отдельное внимание заслуживают компании, выкупленные у нерезидентов и которые также стоит выводить на рынок через механизм IPO.

Отдельным акцентом эксперты выделяют повышение доверия со стороны инвесторов. Этому может способствовать развитие инфраструктуры фондового рынка и повышение прозрачности. Эксперты отмечают, что улучшение корпоративного управления и повышение прозрачности отчетности компаний, особенно в рамках рыночных стандартов, смогут привлечь на рынок больше долгосрочных инвесторов. Важным также считается развитие инфраструктуры для поддержки коллективных инвестиций и цифровизация фондового рынка, развитие цифровых инструментов.

Как опрошенные эксперты, так и участники профильных форумов указывали на необходимость перераспределения наличных средств и депозитов населения в инструменты фондового рынка. Увеличение объема финансовых операций, связанных с привлечением активов розничных инвесторов (населения), повышает ликвидность и капитализацию рынка акций. Работу с населением, в этом случае, эксперты рекомендуют проводить через брокеров, организуя соответствующие стимулы и для самих брокеров.

«Максимальное развитие рынка коллективных инвестиций. Минимизация комиссий. Упрощение процедур. Минимизация налогообложения. Дать максимально возможные преференции этому рынку. Максимальная популяризация этого направления по всем возможным каналам. Принципиально изменить процент прозрачности эмитентов.»

«Увеличить доступность рынка капитала через налоговые льготы. Налоговые стимулы, такие как льготы на долгосрочные инвестиции, помогут привлечь больше частных и институциональных инвесторов. Это позволит увеличить объем активов на рынке и повысить его капитализацию.»

«Повышение эффективности публичных компаний - unlock shareholder value, есть частное мнение со стороны инвесторов, что даже крупные публичные компании не эффективно используют капитал, недостаточно выплачивают дивидендов.»

«Развитие долгосрочных институциональных инвесторов, инвестирующих в инструменты акционерного капитала, и рост активов под их управлением.»

«Реаллокация наличных средств и депозитов населения в инструменты фондового рынка». «Поддержка инвестиции пенсионных накоплений в акции надежных компаний с сильными конкурентными преимуществами.» (Эксперты на «Московском финансовом форуме»)

5.2.3. Возможности для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций

В целом, эксперты согласны с тем, что привлечение долгосрочного финансирования будет в целом сильно («сильно» или «очень сильно») способствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП, что показано на рисунке 5.1.

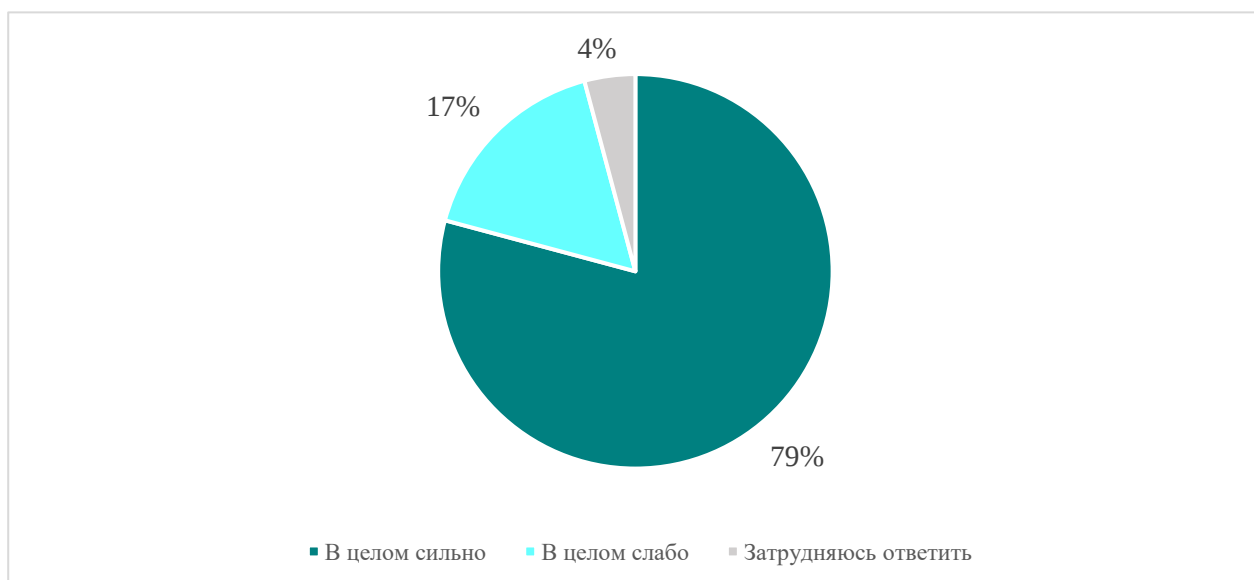


Рисунок 5.1. Ответы экспертов на вопрос «Как Вы считаете, насколько сильно привлечение долгосрочного финансирования будет способствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП?»

Эксперты подчеркивают, что долгосрочные инвестиции обеспечивают стабильность и предсказуемость, что в свою очередь способствует росту капитализации. Долгосрочные вложения позволяют компаниям планировать свои расходы и развитие, что уменьшает влияние краткосрочных колебаний на рынок. В решении вопроса о привлечении долгосрочного финансирования, необходимо использовать комплексный подход: как указывает часть экспертов, само по себе долгосрочное финансирование не сможет обеспечить устойчивый рост капитализации. Необходим комплекс мер, включая налоговые льготы и улучшение условий для выхода на IPO. В то же время, встречается некоторое сомнение, что в ближайшее время внутренние ресурсы для долгосрочного финансирования будут достаточными, что может ограничить рост капитализации. Кроме этого, по мнению, экспертов, рост капитализации зависит от финансовых результатов эмитентов и динамики ВВП, а не только от наличия долгосрочного финансирования.

В ходе исследования экспертов просили выделить три основные идеи о наиболее эффективных мерах для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций и указать их в порядке от наиболее важного к менее важному. В таблице 5.2. представлено проранжированное обобщение идей, упомянутых экспертами, а далее идет их описание. Таблица 5.2. Ответы экспертов на вопрос о наиболее эффективных мерах для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций

№	Идеи, упомянутые первыми	Идеи, упомянутые вторыми	Идеи, упомянутые третьими
1	Налоговые стимулы и льготы (например, освобождение от налога на прибыль для инвесторов, которые держат	Введение обязательных требований для НПФ (установление минимальных значений по инвестированию	Налоговые стимулы и льготы (налоговое стимулирование долгосрочных инвестиций)

№	Идеи, упомянутые первыми	Идеи, упомянутые вторыми	Идеи, упомянутые третьими
	акции более определенного срока (например, 5-10 лет).	средств НПФ в акции публичных компаний). Создание механизмов, позволяющих пенсионным и страховым фондам увеличивать долю акций в портфелях.	
2	Развитие профессиональных участников и институциональных управляющих компаний.	Стимулирование выхода новых эмитентов на рынок капитала за счет налоговых мер, развития экспертной поддержки компаний и упрощения процессов выхода на рынок.	Повышение прозрачности дивидендной политики
3	Возврат пенсионных накоплений на фондовый рынок и создание более эффективной пенсионной программы на уровне государства, включая софинансирование долгосрочных пенсионных накоплений	Налоговые стимулы и льготы (льготы или другие финансовые стимулы для долгосрочных инвесторов).	Снижение барьеров для выхода на рынок
4	Создание благоприятных условий для первичного размещения акций и дополнительных эмиссий, включая снижение налогов на прибыль за выход на IPO	Увеличение налоговых вычетов для инвесторов. Налоговые послабления на долгосрочные инвестиции	Развитие коллективных инвестиций
5	Обеспечение предсказуемости государственной экономической политики и стабильной низкой инфляции	Развитие коллективных инвестиций, такие как ПИФы и ИИСы. Налоговое стимулирование выбора в пользу ПИФ.	Улучшение корпоративного управления
6	Обновление ИИС и развитие других финансовых инструментов, позволяющих получать налоговые вычеты при долгосрочных инвестициях, в том числе увеличение лимита налогового вычета	Повышение конкуренции между организаторами IPO и снижение комиссий для мелких и средних компаний, планирующих IPO.	Повышение требований к эмитентам по раскрытию информации
7	Привлечение финансирования со стороны международных инвесторов, особенно из стран BRICS, после разворачивания международного клиринга	Привлечение крупного частного капитала на рынок акций.	Облегчение доступа иностранных инвесторов
8	Пересмотр подходов к рейтингованию эмитентов для повышения доверия к акциям и улучшения условий для институциональных инвесторов	-	-

По сути, ответы на данный вопрос во многом пересекаются с теми идеями и рекомендациями, которые были даны экспертами в целом о возможных мерах по достижению цели роста доли капитализации в ВВП.

Отвечая на вопрос «Каковы, на Ваш взгляд, наиболее эффективные меры для привлечения долгосрочного финансирования на рынок акций?», эксперты выделили несколько ключевых мер, способствующих привлечению долгосрочного финансирования

на рынок акций. Среди представленных мнений, наиболее часто упоминаемыми являются меры, связанные с налоговым стимулированием, регулированием пенсионных фондов, обеспечение макроэкономической стабильности, развитие фондовых инструментов и повышение прозрачности.

Проранжировать указанные, наиболее часто прозвучавшие идеи можно в следующем порядке:

- 1) Введение налоговых льгот для долгосрочных инвесторов.
- 2) Стимулирование институциональных инвесторов (в основном НПФ).
- 3) Создание программ и инструментов (например, изменение ИИС, инструменты с защитой капитала).
- 4) Развитие инструментов коллективных инвестиций.

На первое место эксперты консолидировано подчеркивают важность введения налоговых льгот для долгосрочных инвесторов, включая освобождение от налога на прибыль для тех, кто держит акции определенное время. Потенциально, это способно повысить привлекательность инвестиций в акции и увеличить их ликвидность.

Развитие институциональных инвесторов, регулирование пенсионных фондов, является еще одной из предложенных экспертами мер. По их мнению, привлечь на рынок акций значительные средства и обеспечить его стабильность способно установление обязательных требований для НПФ по инвестициям в акции публичных компаний, а также расширение списка разрешенных инструментов для пенсионных фондов.

Эксперты также акцентируют внимание на необходимости макроэкономической стабильности и предсказуемости государственной политики, для создания более благоприятных условий для долгосрочных инвестиций.

В настоящее время, доступ к финансовым инструментам может быть затруднен, поэтому, предлагается дальнейшее упрощение доступа к различным финансовым инструментам, таким как ИИС и ПИФы, а также создание новых продуктов, которые будут более привлекательны для инвесторов.

Экспертами затрагивается и тема корпоративного управления и повышение прозрачности дивидендной политики, как фактора, обладающего потенциалом для повышения доверия инвесторов и повышения привлекательности рынка акций.

«Снижение ключевой ставки приведет к снижению привлекательности инструментов с фиксированной доходностью. Инвесторы будут более склонны к вложению в акции.» (Анонимный эксперт)

«Введение долгосрочных налоговых льгот, например, освобождение от налога на прибыль для тех, кто держит акции более 5-10 лет, будет стимулировать долгосрочное инвестирование.»

«Необходимо разрешить пенсионным фондам больше вкладывать в акции высоконадежных компаний с высоким рейтингом.»

«Поддержка IPO и новых эмиссий: создание благоприятных условий для первичного размещения акций и дополнительных эмиссий, что может привлечь новых участников на рынок. Например, снижать налог на прибыль за выход на IPO.»

«Развитие пенсионных и страховых фондов с акцентом на инвестиции в акции. Введение механизмов, позволяющих пенсионным и страховым фондам увеличивать долю акций в портфелях, привлечет стабильный капитал на рынок. Это будет способствовать увеличению долгосрочных инвестиций и стабилизации финансовых потоков.»

«Важно не долгосрочное-краткосрочное, это уже следствие из более высоких материй. Ключевое здесь доверие.»

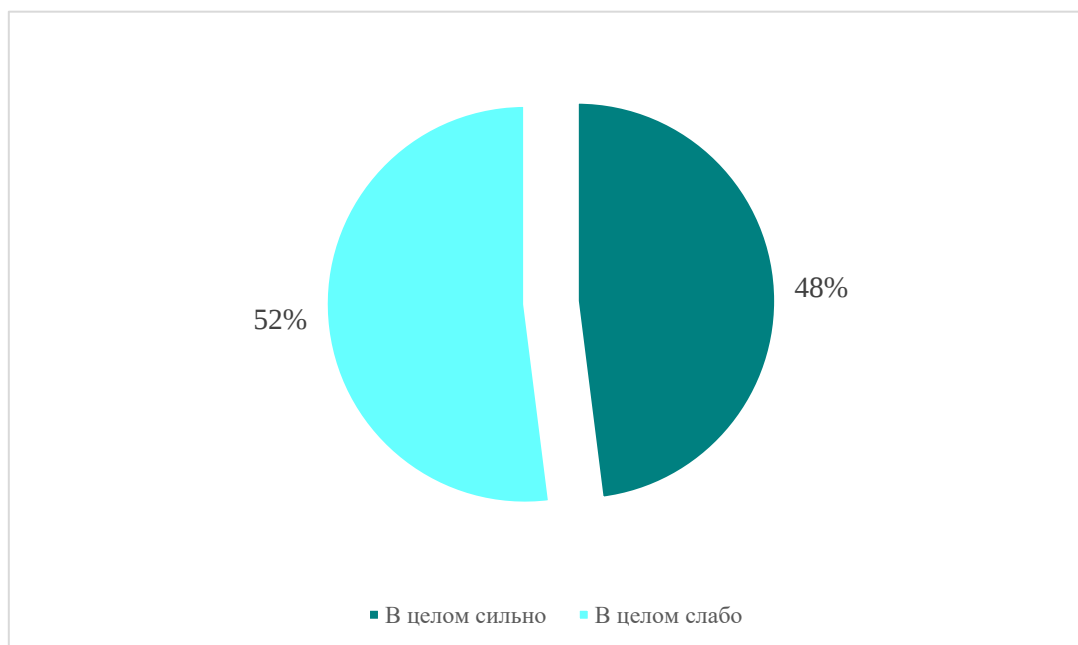
«Необходим комплекс мер, который будет способствовать росту с обеих сторон, и со стороны инвесторов, и со стороны эмитентов.»

«Только привлечение значительного долгосрочного капитала может обеспечить стабильный спрос на инвестиции в текущие и новые инструменты акционерного капитала.»

5.2.4. Стратегии привлечения иностранных инвесторов

Ответы на вопрос «Как Вы считаете, насколько сильно привлечение иностранных инвесторов будет способствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП?» показало полярность мнений экспертов, представленное на рисунке 5.2: практически равное количество экспертов придерживаются мнений как в целом о сильном влиянии, так и о в целом слабом влиянии.

Рисунок 5.2. Ответы экспертов на вопрос «Как Вы считаете, насколько сильно привлечение иностранных инвесторов будет способствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП?»



Среди мнений экспертов прослеживается некоторый скептицизм и неопределенность. Часть экспертов высказало мнение, что у них нет идей, которые могли бы сработать в текущей геополитической ситуации. Отмечается, что в ближайшие годы иностранные инвестиции в российский фондовый рынок маловероятны и подчеркивается необходимость сосредоточиться на возвращении и стимулировании российского капитала. В то же время, определенный потенциал иностранных инвестиций существует. Некоторые эксперты считают, что иностранные инвесторы могут принести «длинные деньги», которые важны для долгосрочного роста. Они указывают на возможность значительного притока капитала, особенно в условиях глобального количественного смягчения. Текущая геополитическая ситуация и санкции ограничивают интерес иностранных инвесторов. Без улучшения этих условий приток капитала будет незначительным. В связи с чем эксперты указывают на то, что в ближайшие 5-10 лет российский рынок будет в основном опираться на внутренний спрос, а не на иностранные инвестиции. В целом, работать над привлечением иностранных инвестиций необходимо, в том числе, потому что они могут способствовать развитию инфраструктуры и повышению ликвидности рынка, что в свою очередь может увеличить капитализацию.

В таблице 5.3. представлено обобщение идей экспертов, которых просили сформулировать три основные идеи о наиболее эффективных мерах для привлечения иностранных инвестиций на рынок акций. В таблице приставлено проранжированное обобщение идей, упомянутых экспертами.

Несмотря на имеющийся скептицизм относительно реальной возможности привлечения иностранных инвесторов в текущих условиях, экспертами был предложен ряд требований или идей, основные из которых выстраиваются в следующем порядке:

1) Изменение геополитической ситуации в благоприятную сторону, смягчение санкционного режима.

2) Работа со странами BRICS. В том числе, как привлечение инвесторов из стран BRICS, так и работа над облегчение допуска российского капитала на рынок дружественных нам стран.

3) Создание депозитарных мостов, облегчение расчетов между странами.

Большинство экспертов согласны с тем, что изменение геополитической ситуации и смягчение санкционного режима являются ключевыми факторами для привлечения иностранных инвестиций. Без этого существенного притока иностранных инвесторов не стоит ожидать. Некоторые эксперты подчеркивают необходимость снижения налоговой нагрузки для иностранных инвесторов и смягчения регулирования, что способно сделать инвестиции

Таблица 5.3. Ответы экспертов на вопрос о наиболее эффективных мерах для привлечения иностранных инвесторов на рынок акций

№	Идеи, упомянутые первыми	Идеи, упомянутые вторыми	Идеи, упомянутые третьими
1	Изменение геополитической ситуации, смягчение санкционного режима	Упрощение доступа нерезидентов из дружественных стран	Развитие инфраструктуры для работы с иностранными инвесторами
2	Работа с инвесторами из стран BRICS	Снижение налоговой нагрузки для иностранных инвесторов	Транспарентность и высокие стандарты корпоративного управления
6	Создание депозитарных мостов	Стабильность валютного курса и макроэкономической политики	Снижение налога на доходы от операций с ценными бумагами
3	Гарантии от государства для инвесторов	Доступ иностранных институциональных инвесторов	Создание торгово-клиринговых мостов
4	Простой и прозрачный механизм инвестирования	Введение налоговых льгот при долгосрочном владении	Большой охват двусторонними инвестиционными соглашениями
5	Облегчение доступа иностранных инвесторов	Экономический рост и благоприятная макроэкономическая конъюнктура	Разработка инструментов для участия иностранных инвесторов
7	Трансляция информации на национальных языках	Создание депозитарных мостов	Маркетинг и продвижение
8	Проведение конференций в целевых странах	Создание фондовой биржи и депозитария странами БРИКС	-
9	Решение проблемы расчетов с дружественными иностранцами	Качество корпоративного управления	-
10	Частичная приватизация российских корпораций	Законодательное закрепление гарантий для иностранных инвесторов	-
11	Создание механизма конвертации иностранной валюты	Создание госагентства по развитию фондового рынка	-
12	Скрытие ID инвесторов	Взаимный выход на рынки друг друга	-

№	Идеи, упомянутые первыми	Идеи, упомянутые вторыми	Идеи, упомянутые третьими
13	Нормализация внешнеполитических отношений	-	-

более привлекательными. В целом, упрощение доступа к российскому финансовому рынку для иностранных инвесторов, создание депозитарных мостов и многоязычных информационных ресурсов способны облегчить привлечение иностранного капитала. Пока привлечение инвесторов из западных стран остается затруднительным, эксперты обращают внимание на расширение работы с дружественными странами. Упор на сотрудничество с инвесторами из стран BRICS и других дружественных стран, включая налоговые преференции и режим наибольшего благоприятствования, может стать важной стратегией. Отдельное внимание стоит уделить обеспечению защиты прав инвесторов. Высокие стандарты корпоративного управления и защита прав миноритарных акционеров могут повысить доверие иностранных инвесторов.

Эксперты на научно-практических форумах отмечали, что на повышение доверия иностранных инвесторов может также повлиять и повышение прозрачности информации на рынке акций.

«Если перечисленные условия не будут обеспечены, длинные инвестиции на фондовом рынке не спасут.»

«Основная стратегия в настоящий момент – работа с инвесторами из стран BRICS и партнеров BRICS, обеспечение для них режима наибольшего благоприятствования.»

«Транспарентность, высокие стандарты корпоративного управления и защиты прав миноритарных акционеров.»

«Создание депозитарных мостов, дать возможность инвесторам зайти через своих брокеров.»

«Иностранцы могут быть мотивированы текущей конъюнктурой российского финансового рынка, когда предлагается супервысокая фиксированная доходность.»

«В ближайшие годы иностранные инвестиции в российский фондовый рынок маловероятны. Нам следует сосредоточиться на возвращении российского капитала.»

«Иностранные инвесторы по определению более долгосрочны и имеют огромный капитал. Однако восстановление доверия потребует очень много времени.»

«Объем инвестиций из Китая и Индии потенциально может быть существенным, при условии, что иностранные инвесторы будут уверены, что вся биржевая и расчетная инфраструктура защищена от вторичных санкций.»

«При сохранении текущих санкционных ограничений и геополитической ситуации, интерес со стороны иностранных инвесторов к российскому рынку будет оставаться сильно ограниченным.»

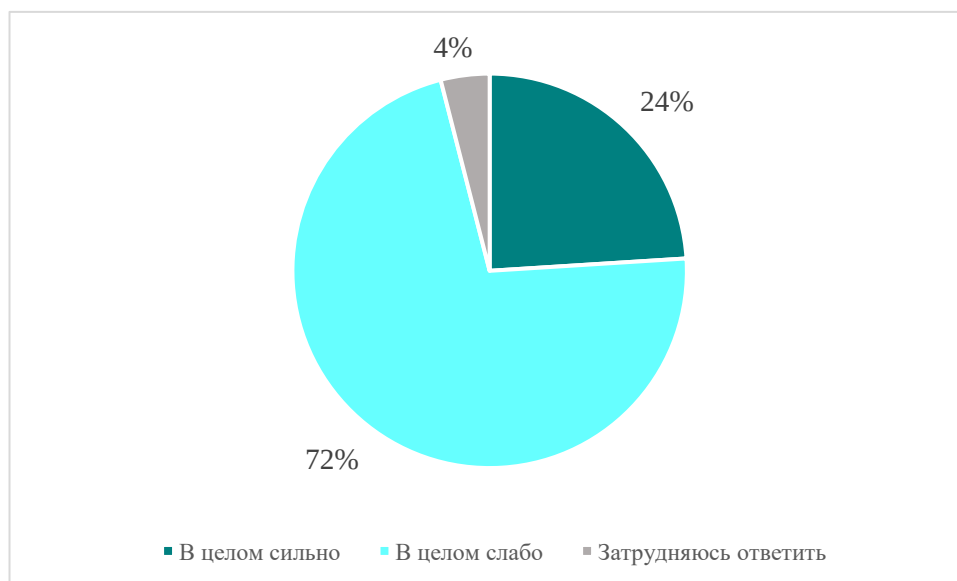
«В период активного действия санкций интерес иностранных инвесторов к российскому рынку акций, скорее всего, будет незначительным.»

«Про иностранцев - вопрос сложный, двигаться по пути раскрытия информации, чтобы инвесторы доверяли.»

5.2.5. Влияние принудительной приватизации на рост доли капитализации в ВВП

Эксперты в основном выражают скептицизм относительно влияния принудительной приватизации на рост доли капитализации в ВВП. Большинство экспертов говорит о в целом слабом влиянии принудительной приватизации на достижение поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП (Рисунок 5.3.).

Рисунок 5.3. Ответы экспертов на вопрос «Как Вы считаете, насколько сильно принудительная приватизация будет способствовать достижению поставленной цели по росту доли капитализации в ВВП»



Высказывая свой скептицизм по поводу принудительной приватизации, многие эксперты, указывают на негативные последствия, такие как снижение доверия инвесторов и возможную социальную нестабильность. В такой ситуации экспертами подчеркивается необходимость комплексного подхода: необходимо рассматривать задачу по росту доли капитализации в ВВП в комплексе, а не полагаться на односторонние решения, важно проводить работу со спросом и ликвидностью на рынке. Кроме этого, возможности по принудительной приватизации ограничены. Эксперты отмечают, что число компаний, подлежащих принудительной приватизации, не такое большое, и интерес со стороны

инвесторов может быть низким из-за рисков, связанных с титулом собственности и возможными санкциями. Так же некоторыми экспертами подчеркивается, что принудительная приватизация может привести к концентрации собственности и снижению конкуренции, что негативно скажется на инвестиционном климате.

Кроме этого, эксперты, обсуждая идею приватизации на профильных мероприятиях, отмечают, что кроме открытости приватизируемых компаний, важен вопрос их экономической эффективности, которую пока сложно оценить из-за специфики корпоративного управления и предоставляемой отчетности.

В то же время, есть и некоторые потенциальные преимущества такой меры, заключающаяся в том, что приватизация крупных государственных компаний может значительно повысить капитализацию, если будет правильно организована.

«Я не сторонник односторонних решений - на проблему нужно смотреть в комплексе.»

«Принудительная приватизация может вызвать недоверие инвесторов, особенно если такие меры будут восприниматься как угрозы корпоративной свободе и прозрачности.»

«Снижение доли государства в уже публичных гос. компаниях в долгосрочной перспективе повысит эффективность гос. компаний, улучшит корпоративное управление, а значит повысит капитализацию.»

«Число компаний, подлежащих принудительной приватизации, ограничено, при этом инвесторы будут принимать во внимание риски, связанные с титулом собственности.»

5.2.6. Риски и проблемы реализации цели по росту доли капитализации в ВВП

В ходе исследования экспертов просили выделить три основных риска в порядке от наиболее важного к менее важному. В таблице 5.4 представлено проранжированное обобщение рисков, упомянутых экспертами. Наиболее часто упоминаются такие риски, как:

- 1) Геополитическая обстановка.
- 2) Высокая ключевая ставка.
- 3) Неопределенность экономической ситуации.
- 4) Недостаток транспарентности и достоверной информации.
- 5) Низкий уровень доверия.

Таблица 5.4. Ответы экспертов на вопрос о рисках и проблемах на пути к достижению цели по росту доли капитализации в ВВП

№	Риски, упомянутые первыми	Риски, упомянутые вторыми	Риски, упомянутые третьими
1	Геополитическая нестабильность и санкционное давление	Геополитическая нестабильность и санкционное давление	Геополитическая нестабильность и санкционное давление
2	Высокие процентные ставки (ключевая ставка)	Высокие процентные ставки по вкладам	Недостаток инвесторского спроса
3	Неопределенность экономической ситуации, неблагоприятная рыночная конъюнктура	Недостаточный спрос на акции	Отсутствие долгосрочных институциональных инвесторов
4	Высокая волатильность на рынке	Отсутствие законодательных гарантий для иностранных инвесторов	Регуляторные риски
5	Недостаток прозрачности и достоверной информации	Нестабильный курс рубля	Неопределенность в отношении заблокированных активов
6	Непрозрачная налоговая и регулятивная среда и ее изменчивость	Узкий круг существующих эмитентов	Высокие процентные ставки (ключевая ставка)
7	Недостаток «внутренних» денег на акции	Непрозрачная налоговая и регулятивная среда и ее изменчивость	Невозможность справиться с высокой инфляцией
8	Ухудшение результатов публичных компаний	Недостаток прозрачности и достоверной информации	Низкий уровень финансовой грамотности
9	Законодательные ужесточения	Чрезмерное вмешательство государства	Недостаток прозрачности и достоверной информации
10	Трансформация конкуренции, укрупнение долей ведущих управляющих компаний	Риск национализации	Инсайдерская торговля
11	Риски стабильности финансовой системы	Высокие процентные ставки (ключевая ставка)	Дальнейшее сокращение количества публичных частных компаний
12	Отсутствие законодательных гарантий для иностранных инвесторов	Конкуренция со стороны цифровых активов и валют	Снижение маржинальности
13	Искажение истинной цели развития рынка капитала (искусственное достижение к математической цели в 66%)	Нет синхронности между ЦБ и Правительством	Снижение инвестиционной активности
14	Преимущества депозитов перед инвестициями	-	-

Хотя экспертами выделяется относительно широкий перечень рисков и проблем, которые могут помешать достижению цели по росту доли капитализации в ВВП, основные из них сводятся перечисленным ранее геополитическим, макроэкономическим рискам, недостатку доверия, регуляторным рискам, низкому интересу со стороны инвесторов, низкой ликвидности, недостатком спроса и качеством приватизации. Эксперты сходятся во мнении и подчеркивают, что перечисленные риски, создают значительное давление на рынок капитала. Наблюдаемое при этом отсутствие доверия со стороны как внутренних, так и внешних инвесторов усиливает риски. И причина такого уровня доверия, в том числе связана со спецификой корпоративного управления и возможными манипуляциями на рынке.

На интерес инвесторов с негативной стороны могут сказаться и частые изменения в законодательстве и налоговой политике. Непредсказуемые изменения в регулировании способны вызвать отток капитала и снизить доверие к рынку. Некоторые эксперты также указывают на то, что высокий уровень госучастия и отсутствие достаточного спроса со стороны частных инвесторов могут ограничить возможности для роста капитализации. Кроме этого, так-как ранее затрагивался вопрос принудительной приватизации, остается актуальным риск, связанный с ее качеством. Качество приватизации и выбор объектов для приватизации имеют критическое значение для успешного роста капитализации.

«Самый главный риск – это сам рынок, рынок не предсказуем, поэтому опасно формулировать цели в привязке к рынку.»

«Снижение эффективности приложения капитала.»

«Принудительная приватизация может вызвать недоверие инвесторов, особенно если такие меры будут восприниматься как угрозы корпоративной свободе и прозрачности.»

«Недостаток «внутренних» денег «на акции» в условиях высокой инфляции.»)

«Частые изменения в законодательстве и новые налоги могут негативно сказаться на интересе инвесторов.»

5.2.7. Влияние выявленных рисков и проблем на достижение цели по росту доли капитализации в ВВП

Эксперты выделяют несколько ключевых факторов, которые могут негативно повлиять на достижение цели по росту доли капитализации в ВВП. Отмечается, что сохраняющаяся геополитическая нестабильность и макроэкономические риски вызывают негативное давление на рост капитализации фондового рынка. Инвесторы, как правило, предпочитают менее рискованные активы в условиях неопределенности.

Часто экспертами упоминается негативное влияние высоких процентных ставок и привлекательность депозитов. Эксперты указывают, что высокие процентные ставки по вкладам делают инвестиции в фондовый рынок менее привлекательными, что может привести к тому, что частные капиталы будут продолжать тяготеть к сбережениям в виде наличных и банковских депозитов, дающих сейчас более высокую и стабильную доходность.

Изменения в налоговой политике и частые регуляторные изменения могут негативно повлиять на интерес инвесторов и их готовность вкладывать средства в акции. Подчеркивается также отсутствие доверия и интереса со стороны инвесторов, вызванное корпоративным управлением и недостатком прозрачности, снижающим это доверие и ограничивающим приток капитала и рыночную активность. Некоторые эксперты,

подчеркивают, что качество приватизации и выбор объектов для приватизации имеют критическое значение для успешного роста капитализации.

«Рост доли капитализации может быть менее стремительным в связи с высокими ставками по вкладам.»

«Эти риски настолько значительны, что их высокая вероятность может полностью разрушить планы по росту капитализации и доли рынка.»

«Никому не интересно инвестировать в акции, если они приносят меньше инфляции.»

«Сохранение высоких процентных ставок в длительной перспективе приводит к снижению спроса на акции со стороны всех классов инвесторов.»

«Политическая нестабильность и санкционное давление отпугивают иностранных инвесторов.»

Дополнительные комментарии и предложения экспертов

В целом, дополнительные комментарии и рекомендации повторяют ранее озвученные точки зрения, касающиеся роста доли капитализации в ВВП. Структурировать их можно в следующие основные пункты:

1. Необходимость комплексного подхода для достижения целей. Рынок стоит рассматривать в комплексе и учитывать спрос и ликвидность. При этом, учитывая особенности ключевых отраслей, таких как банки и транспорт, которые могут быть приоритетными, в том числе для приватизации.

2. Определяющая роль государства, которое должно включиться в рынок через механизмы государственного инвестирования и налоговых преференций для стимулирования долгосрочных инвестиций, особенно в условиях роста депозитной массы и снижения ставок.

3. Улучшение корпоративного управления через внедрение программ долгосрочной мотивации менеджмента госкомпаний, основанных на росте капитализации, а также меры по защите прав миноритарных инвесторов. Также предлагается введение и использование показателей качества корпоративного управления и сравнение мультипликаторов компаний с глобальными показателями.

4. Введение налоговых льгот, например, дополнительные налоговые льготы для инвесторов, такие как освобождение дивидендов в приоритетных отраслях от НДФЛ, что может стимулировать долгосрочные инвестиции.

5. Облегчение для компаний выхода на IPO.

«Если на рынке есть спрос и ликвидность, тогда IPO приводят к росту рынка.»

«Есть крайне серьезная необходимость убрать возможное влияние на резкий рост потребления и возникновения инфляционной спирали.»

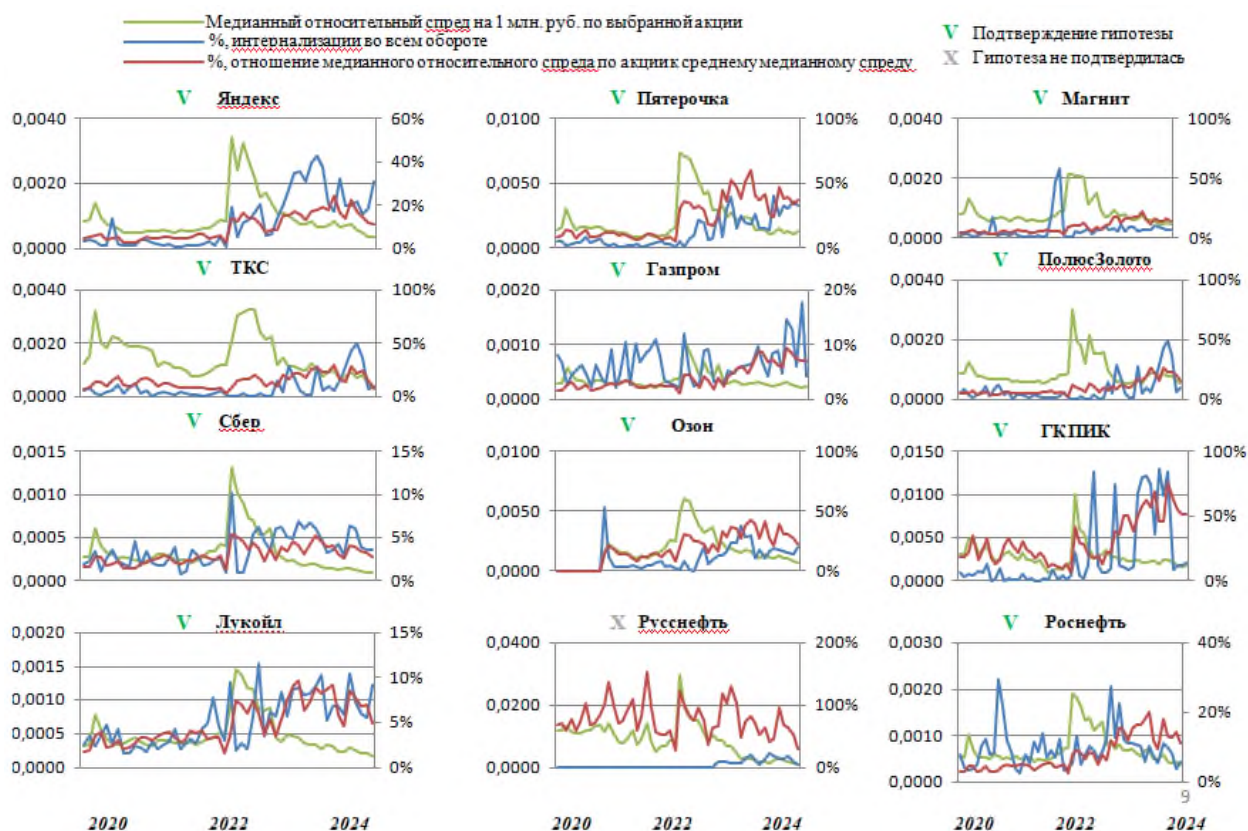
«Введение программ долгосрочной мотивации менеджмента госкомпаний, основанных на росте капитализации.»

«Дополнительные налоговые льготы для инвесторов были бы поддержкой.»
«Качество корпоративного управления, сравнение мультипликаторов компаний с глобальными было бы более репрезентативным.»

ПРИЛОЖЕНИЕ Е

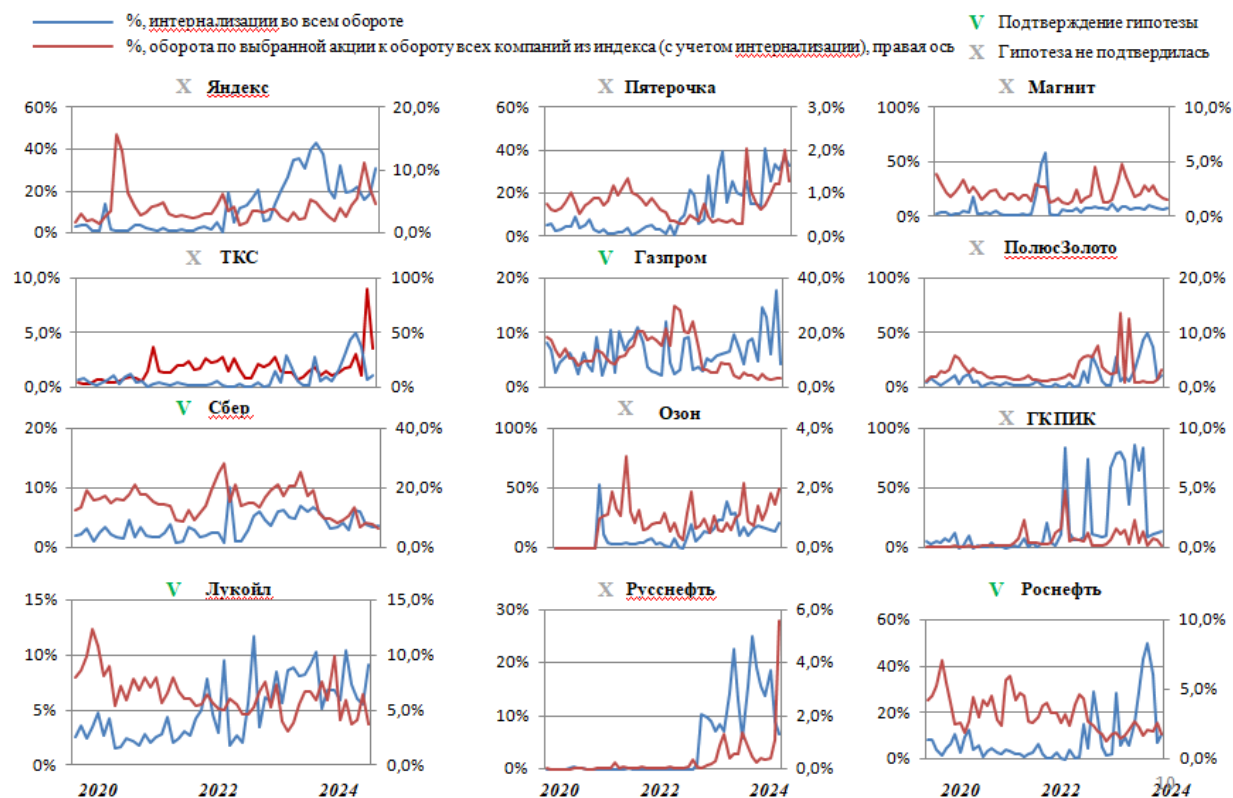
Гипотеза 1.

С ростом интернализации растет отношение медианного спреда по выбранной акции к среднему уровню медианного спреда по всем акциям из индекса Мосбиржи. Вывод: Гипотеза подтвердилась у большинства акций



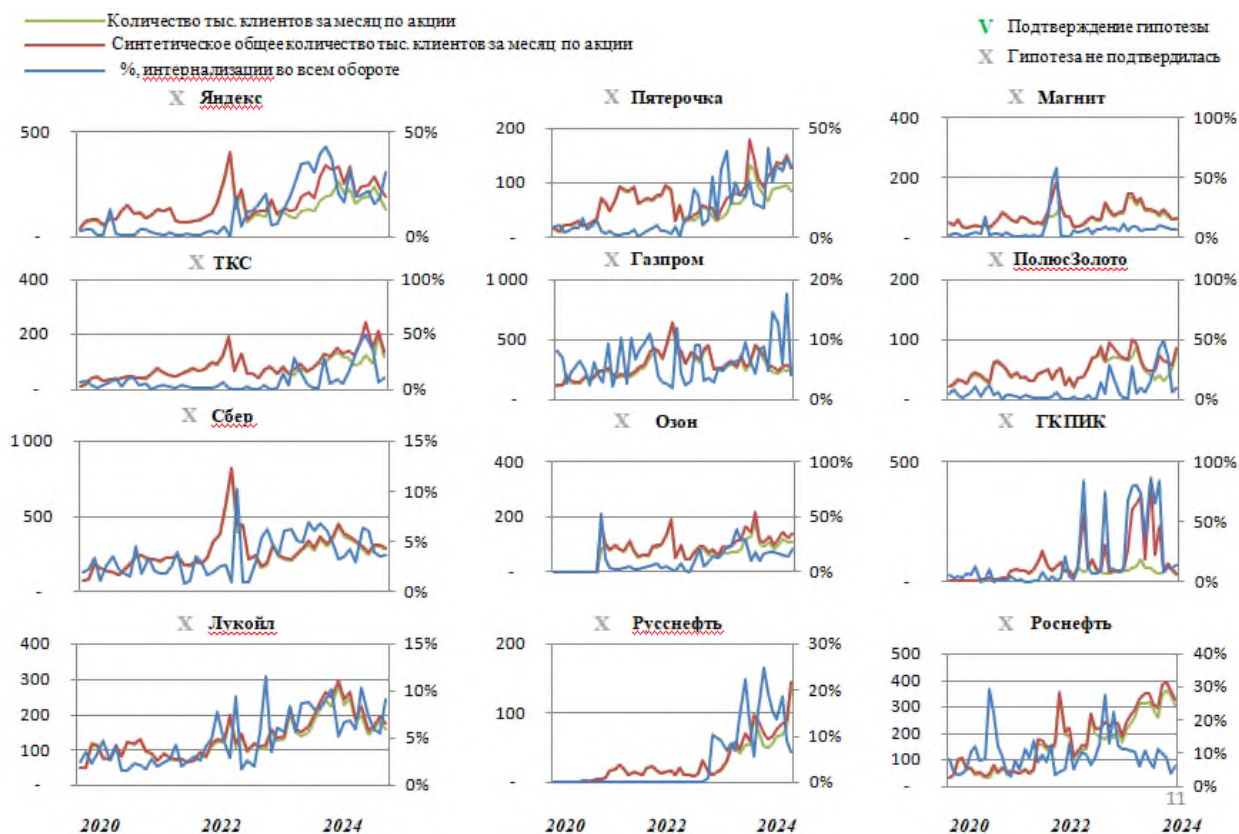
Гипотеза 2.

С ростом интернализации снижается доля оборота выбранной акции в общем торговом обороте по всем акциям из индекса Мосбиржи с учетом интернализации. Вывод: Гипотеза подтвердилась у части акций (32%)



Гипотеза 3.

С ростом интернализации снижается количество клиентов по выбранной акции. Для тестирования было определено синтетическое общее количество клиентов – аналитическое значение, которое показывает, сколько было бы клиентов, если бы весь интернализированный объем дошел бы до биржи. Гипотеза не подтвердилась ни на одной из акций.



Гипотезы об общем объёме интернализации, принятые обозначения и модель общего объёма интернализации

2 гипотезы по общему объёму интернализации:

Общий объём интернализации начал усиливаться после 1 апреля 2023 года по сравнению с 21-22 годами, причем рост интернализации наблюдается в определенных типах бумаг (не самых высоколиквидных), возможно с иностранным окрасом. Также следующим шагом мы попробуем выявить, какие типы бумаг показали статистически значимый рост интернализации. Переход на ассиметричный тариф (с 1 ноября 2022 года) также повлиял на рост интернализации.

Принятые обозначения

Символом VI_t обозначим общий объём интернализации в период времени t , где

$$t = (m - \text{месяц}, y - \text{год}), m = 1, 2, \dots, 12, y = 2020, \dots, 2024.$$

Значения VI_t выразим в млрд руб; например, $VI_{1,2020} = 147,8$ млрд руб. Значения VI_t образуют временной ряд; ниже представлен график этого ряда. Значения VI_t даны в таблице 1.

Замечание 1. Рассматривая этот график, констатируем, что датой заметного повышения уровней интернализации является апрель 2023 года (см. график).



Таблица 1. Уровни VIt (млрд руб.)

месяц	2020	2021	2022	2023	2024
1	147,8	137,7	424,8	110,0	416,0
2	139,5	150,4	192,3	165,6	389,7
3	278,6	220,2	99,8	253,9	459,2
4	112,2	177,9	94,4	267,3	524,2
5	121,6	239,2	86,3	380,8	339,3
6	164,2	203,4	127,2	530,5	301,8
7	122,7	175,1	223,1	898,7	
8	91,8	168,9	168,8	467,9	
9	139,9	268,6	136,2	1136,2	
10	252,3	295,1	97,6	536,3	
11	206,0	276,7	150,3	419,9	
12	327,0	345,9	178,7	636,9	

Модель временного ряда VIt

Отметим полезную для прогнозов эконометрическую модель временного ряда VIt:

Series: VIt

ARIMA(1,1,0)

Coefficients:

ar1

-0.5175

s.e. 0.1150

Эта модель означает, что временной ряд VIt является нестационарным рядом.

Вот уравнение данной модели:

$$VI_t = 0,48 * VI_{t-1} + 0,52 * VI_{t-2} + \varepsilon_t. \quad (1)$$

Модель (1) называется авторегрессией второго порядка AR(2) или моделью Юла-Уолкера; здесь ε_t – белый шум. Модель (1) удобна для прогнозов значений VIt:

$$\widehat{VI}_t = 0,48 * VI_{t-1} + 0,52 * VI_{t-2}. \quad (2)$$

Добавим, что все уровни нестационарного ряда VI_t автокоррелированы, и поэтому его график «неохотно» возвращается к ожидаемому уровню. По этой причине среднее арифметическое из наблюдаемых уровней ряда VI_t является плохой оценкой его ожидаемого уровня $\mu = E(VI_t)$.

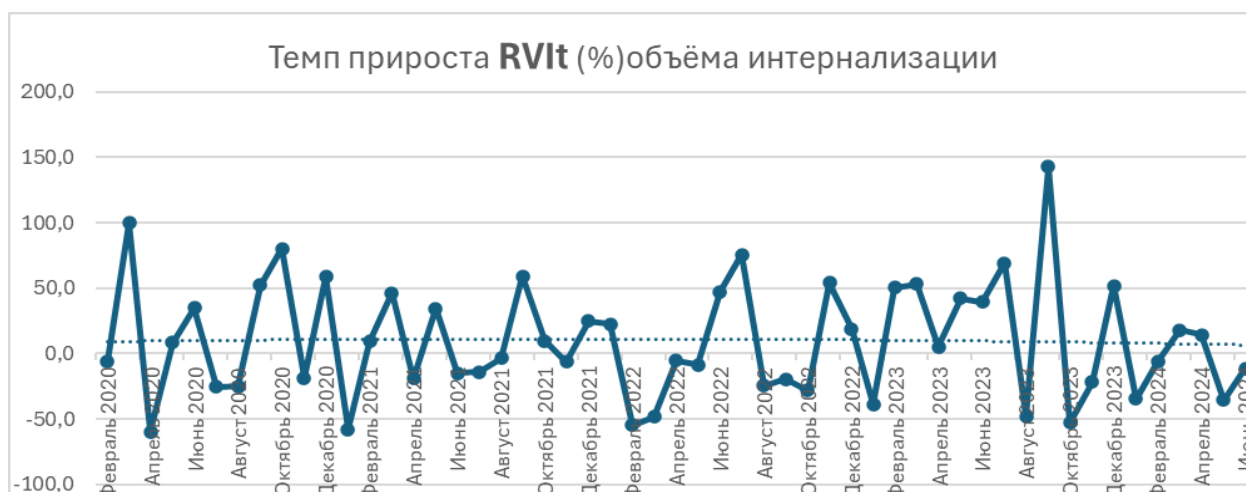
Для проверки упомянутых гипотез потребуется модель темпа прироста временного ряда VI_t .

2. Модель темпа прироста общего объёма интернализации и формулировка статистической гипотезы об общем объёме интернализации

Обозначим символом RVI_t темп прироста общего объёма интернализации:

$$RVI_t = 100 \cdot \frac{VI_t - VI_{t-1}}{VI_{t-1}}. \quad (3)$$

Например, $RVI_{2,2020} = 5,6\%$. Значения RVI_t приведены в таблице 2, график временного ряда RVI_t представлен ниже.



Модель временного ряда RVI_t

Series: RVI_t

ARIMA(0,0,1) with non-zero mean

Coefficients:

ma1 mean

-0.3249 10.3124

s.e. 0.1339 3.8960

Эта модель означает, что временной ряд RVI_t является **стационарным рядом**.

Вот уравнение данной модели:

$$RVI_t = 10,3 + \varepsilon_t - 0,3 \cdot \varepsilon_{t-1}. \quad (4)$$

В выражении (4) величина 10,3 это вычисленная по правилу

$$\hat{m} = \frac{1}{n} \sum_{t=2,2020}^{t=6,2024} RVI_t = 10,3 \quad (5)$$

оценка ожидаемого уровня $m = E(RVI_t)$ временного ряда RVI_t . Получается, что ожидаемый (именно ожидаемый, а не реальный!) прирост общей интернализации составляет приблизительно 10,3% в месяц.

Замечание 2. Известно, что график стационарного ряда «охотно» возвращается к его ожидаемому уровню. Поэтому среднее арифметическое значение (5) уровней стационарного ряда RVI_t является хорошей оценкой величины $m = E(RVI_t)$. Этим обстоятельством воспользуемся ниже.

Таблица 2. Уровни RVI_t (%)

месяц	2020	2021	2022	2023	2024
1		-57,9	22,8	-38,4	-34,7
2	-5,6	9,2	-54,7	50,5	-6,3
3	99,7	46,3	-48,1	53,3	17,8
4	-59,7	-19,2	-5,4	5,3	14,1
5	8,4	34,5	-8,5	42,5	-35,3
6	35,0	-15,0	47,3	39,3	-11,1
7	-25,3	-13,9	75,4	69,4	
8	-25,1	-3,5	-24,3	-47,9	
9	52,3	59,0	-19,3	142,8	
10	80,4	9,9	-28,3	-52,8	
11	-18,4	-6,3	54,0	-21,7	
12	58,8	25,0	18,9	51,7	

Формулировка статистической гипотезы об общем объёме интернализации

Все уровни временного ряда RVI_t разделим на две части $Sam1$ и $Sam2$, где

$$Sam1 = \langle RVI_{2,2020}, RVI_{3,2020}, \dots, RVI_{3,2023} \rangle. \quad (6)$$

$$Sam2 = \langle RVI_{4,2023}, RVI_{5,2023}, \dots, RVI_{6,2024} \rangle. \quad (7)$$

Множества (6) и (7) принято называть выборками. Выборка (6) состоит из $n_1 = 38$ чисел, выборка (7) содержит $n_2 = 15$ величин.

Обозначим символами m_1 и m_2 ожидаемые уровни временного ряда RVI_t соответственно в выборках (6) и (7). Тогда первую гипотезу можно представить в форме статистической гипотезы

$$H_1: m_1 < m_2. \quad (8)$$

Альтернативой гипотезе (8) служит статистическая гипотеза

$$H_0: m_1 = m_2. \quad (9)$$

Замечание 3. Если гипотеза (8) будет отклонена в пользу гипотезы (9), то это будет означать, что переход на ассиметричный тариф не значимо не повлиял на интернализацию.

§3. Тестирование статистических гипотез об общем объёме интернализации

Тест Welch

Для тестирования гипотезы (9) против альтернативы (8) воспользуемся тестом Уэлча [1]. В этом тесте статистикой критерия гипотезы (9) служит величина

$$T = \frac{\widehat{m}_1 - \widehat{m}_2}{\sqrt{\left(\frac{s_1^2}{n_1} + \frac{s_2^2}{n_2}\right)}}. \quad (10)$$

В выражении (10) символами $\widehat{m}_1 = 9,6$ и $\widehat{m}_2 = 11,5$ обозначены оценки величин m_1 и m_2 , вычисленные как средние арифметические по выборкам соответственно (6) и (7). Символами $S_1^2 = 1707,6$ и $S_2^2 = 2710$ обозначены выборочные дисперсии, вычисленные по выборкам соответственно (6) и (7). Значение $T = -0,13$.

Гипотеза (8) отклоняется, если при заданном уровне значимости $\alpha = 0,05$ оказывается справедливым неравенство

$$-1,96 < T < 1,96. \quad (11)$$

Здесь число 1,96 это квантиль уровня 0,975 стандартного нормального распределения. В нашем случае неравенство (11) справедливо, поэтому гипотезу (8) отклоняем в пользу гипотезы (9) и, следовательно, можем утверждать, что тест Welch и имеющаяся статистическая информация не позволяет принять сформулированные в письме В. Ведрова гипотезы.

Модель AR(1) темпа прироста уровня интернализации

$$RVI_t = m + a_1 \cdot RVI_{t-1} + a_2 \cdot I0423_t + a_3 \cdot I1123_t + \varepsilon_t. \quad (12)$$

Протокол оценивания модели (12)

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)
(Intercept)	8.9770	6.2167	1.444	0.1551
RVI _{t-1}	-0.3157	0.1319	-2.392	0.0206 *
I0423 _t	41.4241	18.1749	2.279	0.0270 *

Оценённая модель

$$RVI_t = 9 - 0,32 \cdot RVI_{t-1} + 41 \cdot I0423_t + \varepsilon_t. \quad (13)$$

Вывод. Модель (12) позволяет принять первую гипотезу и отклонить вторую гипотезу.

1. Орлов А.И. О проверке однородности двух независимых выборок. Журнал «Заводская лаборатория», том 69, №1, 2003 г., с. 55-60.

Модель доли интернализации в обороте фондового рынка

Тестируемая гипотеза 1: Интернализация начала усиливаться после 1 марта 2022 года по сравнению с 20-21 годами.

Тестируемая гипотеза 2: Переход на асимметричный тариф (с 1 ноября 2022 года) также повлиял на рост интернализации.

Символом SIC_t обозначим долю интернализации в обороте фондового рынка в период времени t , где

$$t = (m - \text{месяц}, y - \text{год}), m = 1, 2, \dots, 12, y = 2020, \dots, 2024.$$

Значения SIC_t выразим в %; например, $SIC_{1,2020} = 4,7\%$. Значения SIC_t образуют временной ряд; ниже представлен график этого ряда. Значения SIC_t даны в таблице 3.



Таблица 3. Доля SIC_t интернализации в обороте фондового рынка

месяц	2020	2021	2022	2023	2024
1	4,7	3,0	4,8	6,5	10,4
2	4,0	3,3	2,0	7,3	8,0
3	4,3	4,0	10,1	8,0	8,2
4	2,6	3,6	4,4	7,6	8,2
5	3,7	5,2	6,7	9,4	6,3
6	4,3	4,3	6,5	12,3	6,2
7	3,8	4,2	12,7	18,7	
8	2,4	4,2	8,7	6,7	
9	3,4	4,6	4,4	17,3	
10	6,8	4,7	4,6	10,7	
11	4,0	4,1	8,0	9,0	
12	6,2	5,5	10,2	13,2	

Модель доли интернализации SIC_t в обороте фондового рынка

Отметим модель временного ряда SIC_t :

ARIMA(0,1,1)

Coefficients:

ma1

-0.7041

s.e. 0.0970

Модель ARIMA(0,1,1) означает, что временной ряд SIC_t является нестационарным временным рядом. Для проверки гипотез (см. §1) потребуется построение модели авторегрессии распределённых лагов переменной SIC_t .

Привлекая график этой переменной с учётом гипотез 1 и 2, составляем следующую спецификацию:

$$SIC_t = a_0 + a_1 \cdot SIC_{t-1} + a_2 \cdot SIC_{t-2} + a_3 \cdot I0322_t + a_4 \cdot I0722_t + a_5 \cdot I0423_t + a_6 \cdot I0923_t + a_7 \cdot I1123_t + \varepsilon_t \quad (14)$$

Модель (14) называется авторегрессией-распределённых лагов ADL (2,0). Символами $I0322_t$, $I0722_t$, $I0423_t$, $I0923_t$, $I1123_t$ обозначены индикаторы, отражающие воздействие на уровни SIC_t экстремальных событий (см. график временного ряда SIC_t). Например, $I0322_t$ является индикатором, отражающим воздействие на SIC_t в марте 2022 года начала в конце февраля 2022 года СВО на Украине. Вот уравнение этого индикатора:

$$I0322_t = \begin{cases} 1 & \text{при } t = 3, 2022, \\ 0 & \text{при других } t. \end{cases} \quad (15)$$

Ниже приведены уравнения остальных индикаторов в модели (14).

$$I0722_t = \begin{cases} 1 & \text{при } t = 7, 2022, \\ 0 & \text{при других } t. \end{cases} \quad (16)$$

$$I0423_t = \begin{cases} 1 & \text{при } t = 4, 2023; 5, 2023; 6, 2023; 7, 2023; \\ 0 & \text{при других } t. \end{cases} \quad (17)$$

$$I0923_t = \begin{cases} 1 & \text{при } t = 9, 2023, \\ 0 & \text{при других } t. \end{cases} \quad (18)$$

$$I1123_t = \begin{cases} 1 & \text{при } t = 11, 2023, \\ 0 & \text{при других } t. \end{cases} \quad (19)$$

Исследование первой гипотезы: «интернализация начала усиливаться после 1 марта 2022 года по сравнению с 20–21 годами»

Спецификация модели:

$$SIC_t = a_0 + a_1 \cdot SIC_{t-1} + a_2 \cdot SIC_{t-2} + a_3 \cdot I0322_t + a_4 \cdot I0722_t + a_5 \cdot I0423_t + a_6 \cdot I0923_t + a_7 \cdot I1123_t + a_8 \cdot I0422_t + \varepsilon_t \quad (22)$$

Протокол оценивания модели (22)

Coefficients:

	Estimate	Std. Error	t value	Pr(> t)	
(Intercept)	2.2358	0.7512	2.976	0.004776	**
SICt.1	0.3682	0.1054	3.494	0.001117	**
SICt.2	0.1880	0.1159	1.622	0.112193	
I0322t	6.1884	2.2115	2.798	0.007658	**
I0722t	6.7751	2.1742	3.116	0.003260	**
I0423t	4.8305	1.1510	4.197	0.000133	***
I0923t	9.0932	2.6027	3.494	0.001117	**
I0422t	-0.4547	1.5576	-0.292	0.771758	

Оценка модели (22)

$$SIC_t = 2,2 + 0,37 \cdot SIC_{t-1} + 0,19 \cdot SIC_{t-2} + 6 \cdot I0322_t + 7 \cdot I0722_t + 5 \cdot I0423_t + 9 \cdot I0923_t - 0,5 \cdot I0422_t + \varepsilon_t. \quad (23)$$

Вывод. Модель (22) подтверждает гипотезу 1. Гипотеза 2 не подтвердилась.