Научная статья

https://doi.org/10.54220/v.rsue.1991-0533.2024.14.49.013
УДК 330.332.01

ОСОБЕННОСТИ ФОРМИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИОННОГО ПОРТФЕЛЯ РОЗНИЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ

***Коновалова М. Е.*[1]*, *Жиронкин С. А.*[2], *Сагдеев Р. Р.*[3]**
[1] *Самарский государственный экономический университет, Самара, Россия*
[2] *Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева, Кемерово, Россия*
[3] *Казанский (Приволжский) федеральный университет, Казань, Россия*
** mkonoval@mail.ru*

Аннотация. Формирование портфеля индивидуальным инвестором связано с поиском подходящих для него инвестиционных продуктов, которые отвечают требованиям по объему капитала, сроку инвестирования (инвестиционный горизонт), а также уровню риска (рассматривается риск рыночный и нерыночный/системный и несистемный риск). Формирование любого инвестиционного портфеля должно быть связано с ориентированием на конечный положительный результат. Статья посвящена анализу процесса формирования инвестиционного портфеля неквалифицированных розничных инвесторов в современных условиях. В ходе исследования рассмотрен генезис методов принятия инвестиционных решений на фондовом рынке, проанализирована эволюция российского рынка ценных бумаг и ключевые изменения на нем за 2014-2024 гг. Авторами выявлены корреляционные механизмы российского фондового рынка и обоснованы эффективные стратегии на рынке ценных бумаг для российского розничного инвестора.

Ключевые слова: инвестирование, инвестиционный портфель, розничный инвестор, неквалифицированный инвестор, эффективный портфель, ценные бумаги, финансовые активы.

Для цитирования: Коновалова М. Е., Жиронкин С. А., Сагдеев Р. Р. Особенности формирования инвестиционного портфеля розничных инвесторов. *Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ).* 2024;2(31):115-130. doi: 10.54220/v.rsue.1991-0533.2024.14.49.013

Research article

JEL: G30, R50

PECULIARITIES OF RETAIL INVESTORS' INVESTMENT PORTFOLIO FORMATION

***Konovalova M.*[1]*, *Zhironkin S.*[2], *Sagdeev R.*[3]**
[1] *Samara State University of Economics, Samara, Russia*
[2] *Kuzbass State Technical University named by T. Gorbachev, Kemerovo, Russia*
[3] *Kazan Federal University, Kazan, Russia*
** mkonoval@mail.ru*

Abstract. Portfolio formation by an individual investor is associated with the search for suitable investment products that meet the requirements: in terms of capital volume, investment period (investment horizon), as well as the level of risk (market and non-market risk/systemic and non-systemic risk are considered). The formation of any investment portfolio should be related to the orientation on the final positive result. The article is devoted to the analysis of the process of formation of the investment

portfolio of unqualified retail investors in modern conditions. The study considers the genesis of investment decision-making methods in the stock market, analyzes the evolution of the Russian securities market and key changes in it for 2014-2024. The authors identified correlation mechanisms of the Russian stock market and substantiated effective strategies in the securities market for the Russian retail investor.

Keywords: investing, investment portfolio, retail investor, unqualified investor, effective portfolio, securities, financial assets.

For citation: Konovalova M., Zhironkin S., Sagdeev R. Peculiarities of retail investors' investment portfolio formation. *Vestnik of Rostov state university of economics (RINH).* 2024;2(31):115-130. doi: 10.54220/v.rsue.1991-0533.2024.14.49.013.

Введение

Любое инвестирование на рынке ценных бумаг сопряжено с рисками. Уровень риска зависит от объекта инвестирования. Объекты инвестирования определяют стратегию. Розничный неквалифицированный инвестор может строить свою стратегию, вкладывая в перечень инструментов, разрешенных регулятором – ЦБ РФ [27]. Кроме того, неквалифицированный инвестор может сам оценивать свои возможности для более полной информированности и готовности к риску, для этого было разработано тестирование для неквалифицированных инвесторов. Оно отсекает доступ к более сложным финансовым инструментам, представленным на российском рынке, позволяет использовать такие инвестиционные возможности только после успешного прохождения тестирования.

Прохождение тестирования, как ранее было подчеркнуто, открывает большие возможности для розничных неквалифицированных инвесторов.

Главный фактор при определении возможной стратегии инвестиций на фондовом рынке – волатильность. Волатильность диктует управление финансовыми рисками, характеризует риск по временной шкале. Построение стратегий неквалифицированных инвесторов должно аргументироваться с научной точки зрения, поэтому тестирование неквалифицированного инвестора – это направляющая политики регулирования, которая опирается на статистическую и эконометрическую методологию. Тестирование неквалифицированных инвесторов позволяет им определить уровень риска бумаги, которую они приобретают. Данный тест сегодня является определяющим в построении стратегии неквалифицированного инвестора. Волатильность же может иметь отражение как в абсолютном, так и в относительном виде. Волатильность низкая – изменчивость в пределах 2 %. В такие периоды инструменты на финансовом рынке являются абсолютно стабильными. Волатильность определяется целым рядом факторов, на которые при построении стратегии инвестирования на российском рынке должен опираться российский неквалифицированный инвестор. К таким факторам относятся: ликвидность ценной бумаги; макроэкономические факторы; влияние форс-мажорных ситуаций; предложение со стороны участников рынка; динамика объема торгов ценной бумагой.

Далее стоит упомянуть процесс управления рисками. В этом случае розничный неквалифицированный инвестор должен опираться на возможную доходность, оценивая ожидаемую и историческую волатильность финансового инструмента. Розничный неквалифицированный инвестор часто интерпретирует историческую волатильность как волатильность реальную и проецирует на основе прошлых данных изменения в будущем. Это слишком упрощенная модель, которая не соответствует построению грамотной и безопасной инвестиционной стратегии. Прошлые данные содержат информацию об изменениях индексов или динамики цен финансовых инструментов в выбранные для изучения

временные промежутки. Польза от этих данных может быть в том, что они определяют некую среднюю изменчивость для конкретного финансового инструмента, а зная особенности российского рынка и сопоставляя данную среднюю можно определить приблизительно состояние финансового инструмента. Такой подход дает возможность планировать инвестиции, так как учитываются не только прошлые данные, а ведется анализ текущего состояния рынка. Практическая польза использования ожидаемой волатильности заключается в проведении статистических расчетов показателей на текущей момент времени и определении рисков в будущем.

Материалы и методы

Розничные российские инвесторы порой не учитывают, что российский фондовый рынок имеет более высокую степень реализации рисков, нежели развитые рынки, например, США, Канады, Великобритании и другие. Поэтому при анализе российского рынка и построении инвестиционного портфеля используют общие модели построения инвестиционного портфеля, например, Марковица, модель Тобина, Шарпа.

Результаты исследования

Построение портфеля на российском рынке неквалифицированными инвесторами должно учитывать, кроме волатильности цен, также изменчивость остальных показателей, а именно: доходности, совокупного объема торгов, числа участников на рынке, числа инструментов на рынке, капитализации финансового инструмента. Для розничного неквалифицированного инвестора важна цена – главный показатель изменчивости. На принятие инвестором решения влияют и остальные переменные, которые идут в связке с ценовой изменчивостью и влияют на нее. Рисунок 1 иллюстрирует взаимосвязь этих показателей.

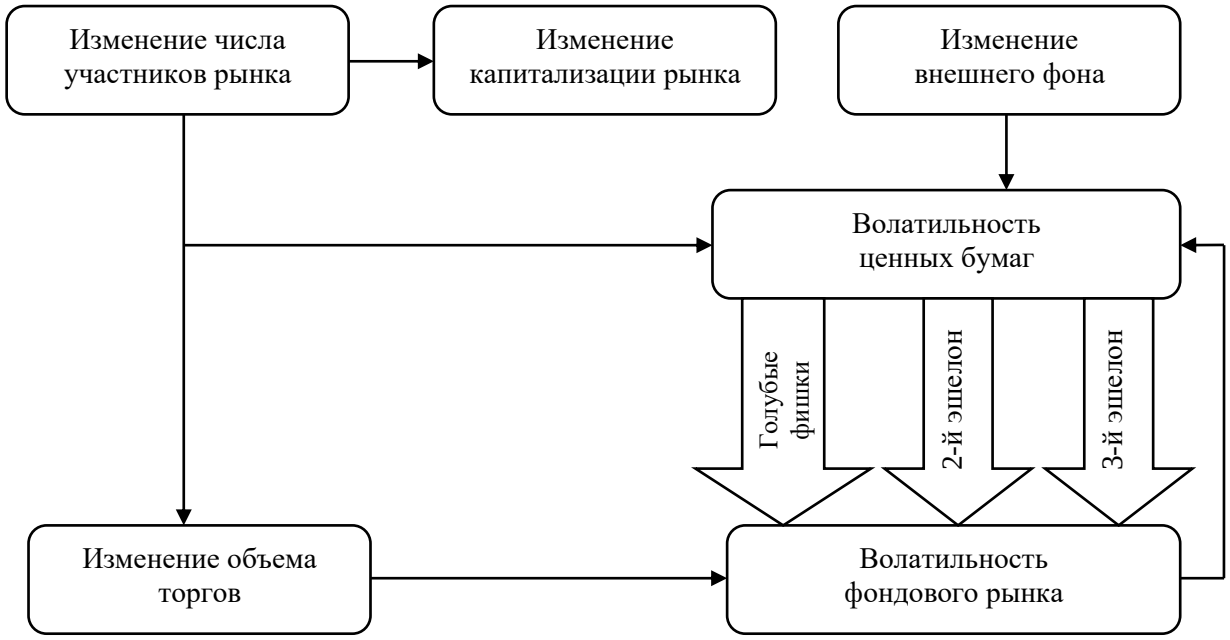


Рисунок 1 – **Структура изменчивости российского фондового рынка**
Figure 1 – **Structure of volatility of the Russian stock market**

Обозначим то, как в зависимости от риск-профиля российский розничный неквалифицированный инвестор будет формировать стратегию по поиску и добавлению в свой портфель подходящих инструментов (рис. 2).

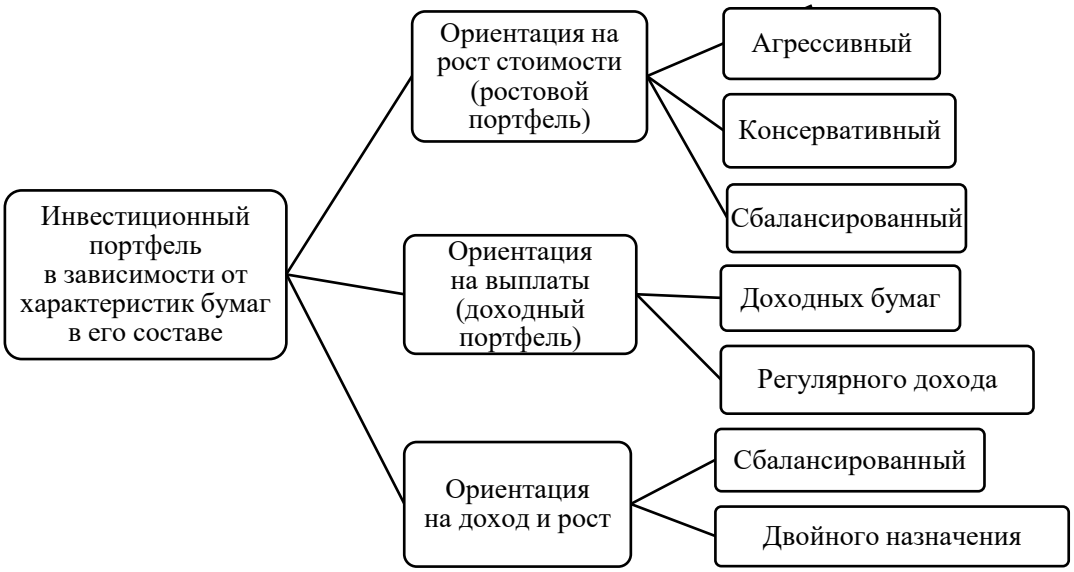


Рисунок 2 – **Формирование инвестиционного портфеля на российском рынке**
Figure 2 – **Formation of investment portfolio in the Russian market**

Поиск инвестиционный стратегии для российских розничных инвесторов может исходить из изменчивости национальных фондовых индексов, сравнение будет проводиться с национальной спецификой других стран. Этот метод имеет недостаток: отличающаяся размерность проведения измерений [3]. Это и затрудняет сравнительный анализ поведения рынков при их исследовании на протяжении разных временных отрезков. Решить это можно путем использования нормированного показателя оценки волатильности для национальных фондовых рынков σn. Его расчет будет проводиться с учетом среднеквадратического отклонения национальных фондовых индексов к соответствующим среднеарифметическим значениям. Эти значения будут представлены как в суточном, так и в годовом разрезах. Для сравнения взяты рынки ценных бумаг стран БРИКС – сделано для соразмерности сравниваемых экономик с российской. В противовес оценивались развитые страны: Франция, США, Япония, Великобритания, Австралия, Германия. В качестве анализа были использованы значения данных национальных фондовых индексов по суткам этих стран с 2011 по 2019 г., использовались данные волатильности индекса Московской биржи в период с 2011 по 2019 г. Объем торгов и число участников на этом временном промежутке не имело существенных отклонений. Данный пример расчетов приведен по аналогии с кандидатской диссертацией на соискание научной степени М. Ж. Галустяном. Автор методом сравнительного и статистического анализа ищет инвестиционные стратегии, подходящие для российских розничных инвесторов, исходя из изменчивости национальных фондовых индексов стран БРИКС и развитых экономик.

Чтобы сравнить уровни волатильности фондовых рынков стран, перечисленных ранее, проанализируем показатель волатильности σn – он характеризует национальные фондовые индексы в годовом и суточных временных периодах. Для оценки суточных данных проведем анализ 25 586 значений для 11 стран за 2326 дней 2011-2019 гг. с помощью числа Стёрджесса[1] (формула (1)).

[1] Правило Стёрджесса – эмпирическое правило определения оптимального количества интервалов, на которые разбивается наблюдаемый диапазон изменения случайной величины при построении гистограммы плотности ее распределения. Распределение получившихся величин (распределение Бернулли) аппроксимируется при больших N нормальным распределением согласно теореме Муавра-Лапласа разбиения соответственно количеству ожидаемых дискретных значений для распределения Бернулли, что приводит к правилу Стёрджеса.

$$h = \frac{R}{1+3.322lgn} = \frac{X_{max} - X_{min}}{1+3.322lgn} = \frac{29.67-0.0363}{1+3.322lgn(25586)} = \frac{29.63}{15.63} = 1.9. \quad (1)$$

В таком случае меняются интервальные оценки нормированного показателя оценки дисперсии фондовых индексов. Это процентное изменение идет от среднегодового значения и имеет шаг 1.9 (табл. 1).

Таблица 1 – **Оценка интервалов суточной волатильности фондовых индексов стран**
Table 1 – **Estimation of intervals of daily volatility of stock indices of countries**

Число наблюдений	Верхний диапазон	Нижний диапазон
556	1.9	0
6694	3.81	1.91
8367	5.72	3.82
6398	7.63	5.73
1826	9.54	7.64
995	11.45	9.55
178	13.6	11.46
124	15.7	13.37
101	17.18	15.28
160	19.09	17.19
54	21	19.1
28	22.91	21.01
23	24.82	22.92
30	26.73	24.83
27	28.64	26.74
25	30.55	28.65

Далее на основе полученных данных проведем построение графика распределения в программе Gretl (рис. 3).

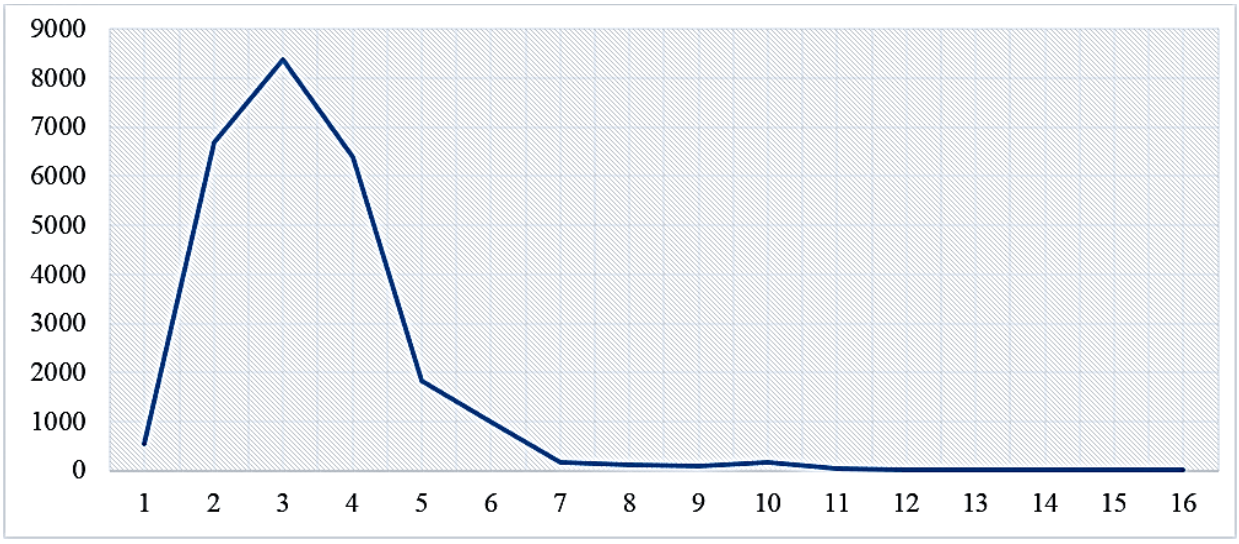


Рисунок 3 – **Распределение волатильности в указанном перечне стран (дневные интервалы)***
Figure 3 – **Distribution of volatility in the above list of countries (daily intervals)**

* *Составлен авторами с помощью программы Gretl.*

Из-за незначительного количества наблюдений на интервальных значениях с 7 по 16 целесообразно исключить эти данные из анализируемого интервала, при этом оставить первые 6 интервалов как значимые. В таком случае распределение будет близким к нормальному (рис. 4).

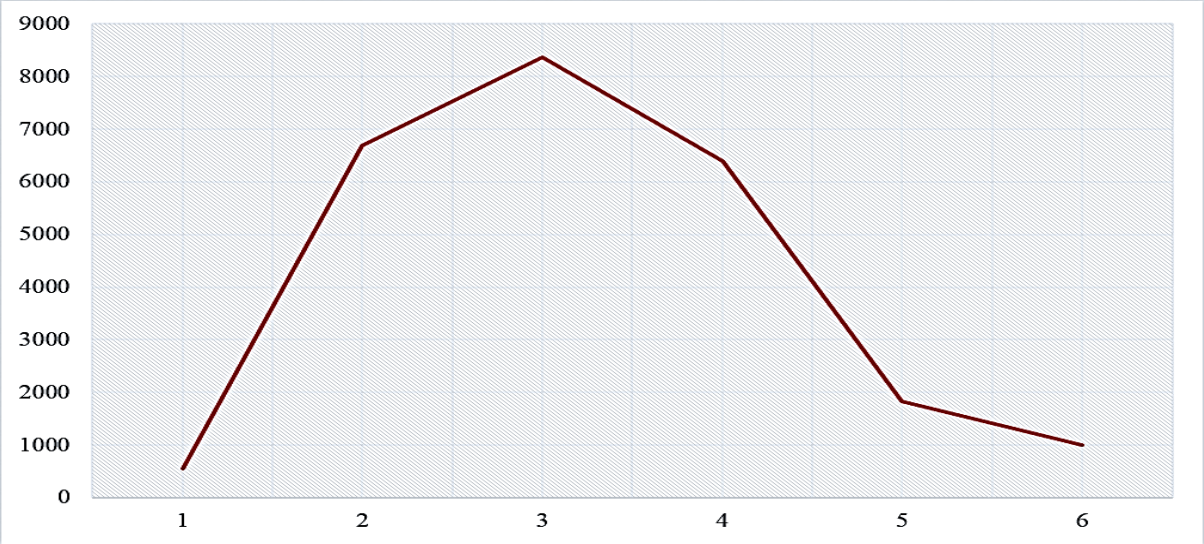


Рисунок 4 – **Распределение волатильности в указанном перечне стран по 6 интервалам***
Figure 4 – **Distribution of volatility in the above list of countries by 6 intervals**

** Составлен авторами с помощью программы Gretl.*

Теперь проведем расчет интервалов для годовых значений, ориентируясь на данные 11 стран за период 9 лет, с 2011 по 2019 г. При данных расчетах будет использовано число Стёрджесса (формула (2)). В таком случае интервальные оценки дисперсии индексов в процентах от их среднего значения будут иметь шаг значением 1.24 (табл. 2).

$$h = \frac{R}{1+3.22lgn} = \frac{X_{max} - X_{min}}{1+3.22lgn} = \frac{11.68-2.15}{1+3.22\lg(99)} = \frac{9.37}{7.63} = 1.24 \quad (2)$$

Таблица 2 – **Оценка интервалов значения годовой волатильности рассматриваемых индексов фондового рынка в процентном соотношении от их средних значений***
Table 2 – **Estimation of the intervals of annual volatility of the stock market indices under consideration as a percentage of their average values**

Число наблюдений в интервале	Интервал и его порядковое значение	
0	1.	0 – 1,24
-	2.	-
1	3.	1,25-2,49
10	4.	2,5-3,74
23	5.	3,75-4,99
28	6.	5-6,24
20	7.	6,25-7,49
11	8.	7,5-8,74
2	9.	8,75-9,99
2	10.	10-11,24

** Составлена авторами с помощью программы Gretl.*

Далее представим статистические данные (рис. 5). Так как число наблюдений оказалось незначительным на интервалах (1, 2, 8, 9, 10), то есть большой смысл не рассматривать их в дальнейшем, при этом для анализа представляют интерес интервалы с 3 по 7. Пронумеруем их значениями от 1 до 5 (рис. 6).

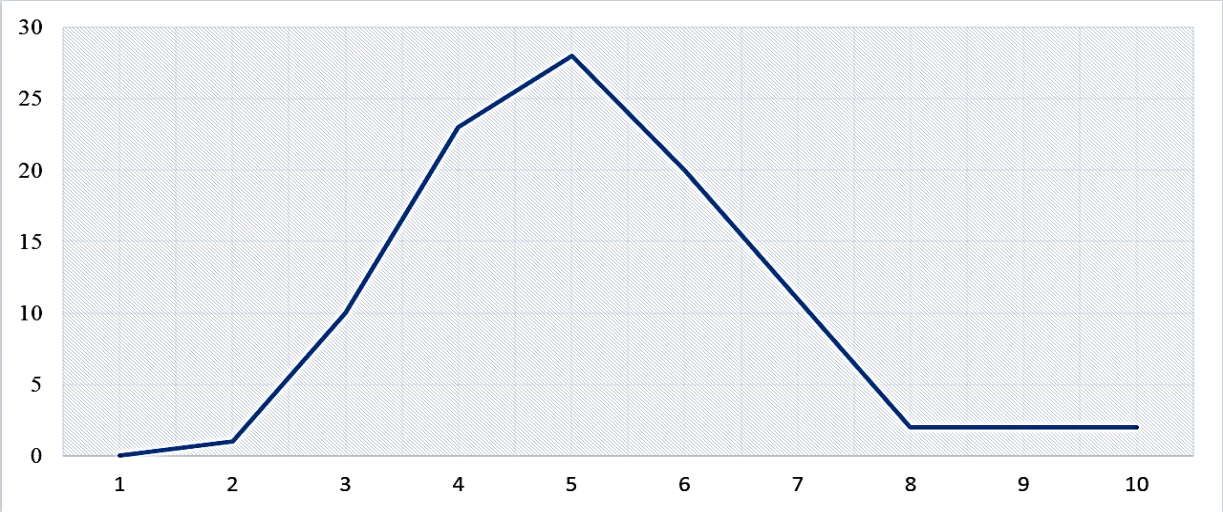


Рисунок 5 – **Значения дисперсии индексов стран по 10 интервалам***
Figure 5 – **Values of dispersion of country indices by 10 intervals**

** Составлен авторами с помощью программы Gretl.*

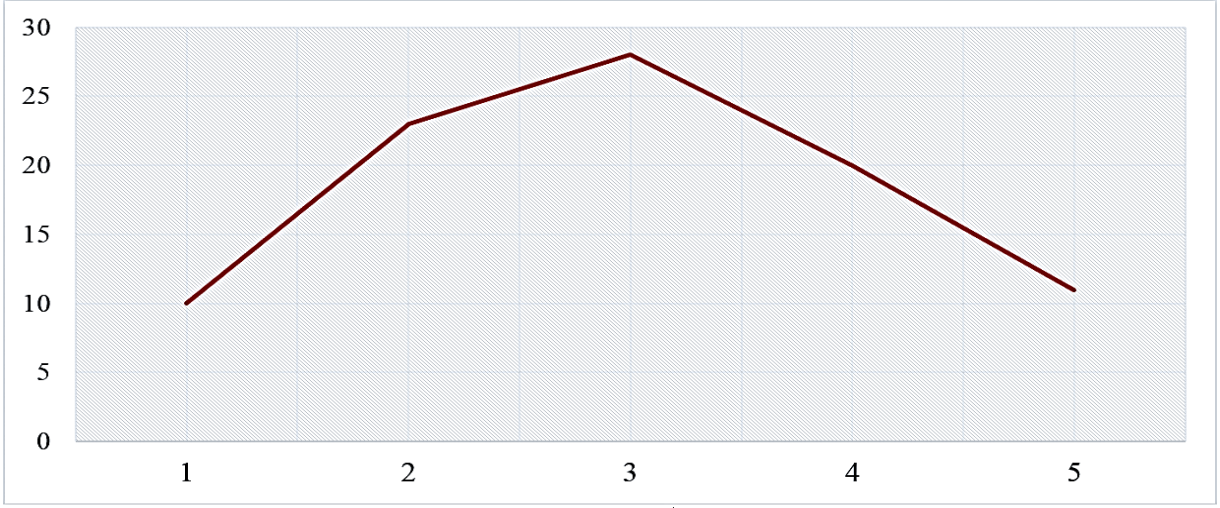


Рисунок 6 – **График распределения годовой волатильности индексов стран по 5 интервальным значениям***
Figure 6 – **A graph of the distribution of annual volatility of country indices by 5 interval values**

** Составлен авторами с помощью программы Gretl.*

Проведем сравнительный анализ годовых значений нормированного показателя оценки дисперсии σn национальных фондовых рынков. Анализ проведем с помощью выделения 5 существенных интервалов по данным 2011-2019 гг. Далее вычислим значения моды для каждой страны в отдельности (табл. 3).

Таблица 3 – **Сравнение значений нормированного показателя оценки волатильности σn национальных фондовых индексов согласно их интервальным значениям**
Table 3 – **Comparison of the values of the normalized volatility estimation index σn of national stock indices according to their interval values**

Страна	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	Мода
Австралия	3	3	2	5	2	2	2	3	1	2
Франция	4	5	3	2	4	2	4	1	2	4
Индия	3	3	2	5	5	3	3	3	1	3
Великобритания	2	3	2	2	3	2	3	2	1	2
Япония	3	3	3	3	4	5	4	2	1	3
ЮАР	2	3	2	3	3	1	1	2	2	2
США	4	4	3	5	1	2	3	2	1	4
Китай	4	4	3	4	5	4	4	3	1	4
Германия	5	5	4	3	4	5	4	4	2	4
Бразилия	4	3	4	4	5	5	5	5	4	4
Россия	**3**	**2**	**1**	**1**	**5**	**5**	**5**	**3**	**4**	**5**

Как показывают данные таблицы 3, Российская Федерация имеет самое высокое значение моды, что характеризует значение ее нормированного показателя волатильности σn, значение ее национального фондового индекса больше находится в интервалах высокого порядка. Отсюда можно сделать вывод о том, что фондовый рынок в России не имеет постоянной динамики, это усложняет анализ движений российского фондового рынка, тем самым розничным неквалифицированным инвесторам сложнее принимать взвешенные решения. Из-за влияния вышеописанных факторов даже фундаментально выверенная стратегия при ее применении имеет под собой массу скрытых рисков.

В контексте выбора стратегий для неквалифицированного инвестора стоит рассмотреть корреляцию, влияющую непосредственно на принятие инвестиционного решения, а именно проанализировать взаимосвязь между волатильностью самого рынка и волатильностью инструментов, которые на нем обращаются. На Московской бирже обращаются ценные бумаги с разным объемом торгов. Они подразделяются на несколько эшелонов: первый эшелон – самые ликвидные и лидеры по капитализации (81 % от всего объема), второй эшелон (16 %), третий эшелон (3-5 %). Для формирования инвестиционного портфеля неквалифицированные инвесторы приобретают ценные бумаги первого и второго эшелона, поэтому есть смысл анализировать именно эти эмитенты, искать их корреляционную связь с нормированными показателями индекса Московской биржи, а также со средними значениями обращающихся на Московской бирже бумаг как первого, так и второго эшелонов. Для анализа выбран годовой период с 1 декабря 2019 и по 1 декабря 2020 г., объем рассматриваемой выборки составляет 252 значения. Таким образом, можно сделать вывод о наличии положительной корреляции между волатильностью одной бумаги и портфеле розничного инвестора и волатильностью всего индекса, это подтверждает, что на российском рынке применение в чистом виде для построения инвестиционного портфеля трудов Марковица, модели Тобина или Шарпа не представляется возможным. Волатильность, следовательно, риск портфеля российского розничного неквалифицированного инвестора зависит от его умения управлять портфелем. Эконометрический и статистический анализ показывает невозможность применения индексного подхода к управлению портфелем частного инвестора.

Таблица 4 – **Нормированные показатели волатильности пяти ценных бумаг Московской биржи / ее индекса за период с 01.12.2019 по 01.12.2020**
Table 4 – **Normalized volatility indicators of five securities of the Moscow Exchange / its index for the period from 01.12.2019 to 01.12.2020**

Индекс MOEX	GAZP	LKOH	SBER	VTBR	FEES	Среднее значение столбцов данных ценных бумаг
1,283	2,751	1,302	1,463	1,278	2,482	1,855
6,421	8,589	10,378	7,780	10,817	11,286	9,770
5,006	3,549	6,594	3,668	5,360	5,956	5,025
4,599	1,679	3,613	1,953	1,809	2,151	2,241
1,563	2,216	2,200	3,836	2,482	1,843	2,516
2,744	2,031	2,660	1,473	2,034	1,254	1,891
3,796	1,887	1,793	2,589	3,166	1,759	2,239
2,224	1,999	3,002	2,146	1,717	1,024	1,977
2,210	2,070	2,385	3,358	1,811	1,643	2,254
2,716	3,772	5,242	4,579	2,927	1,901	3,684
3,832	1,656	2,574	2,594	1,690	0,870	1,877
2,453	1,738	2,559	1,770	1,660	2,277	2,001

Успех розничного неквалифицированного инвестора при формировании индивидуального портфеля зависит прежде всего от умения находить идеи на российском фондовом рынке, управлять массой рисков, оценивать возможность наступления таких неблагоприятных изменений.

Проведенный анализ исключает включение в портфель инвестора бумаг третьего эшелона. Чем ниже ликвидность бумаги, тем выше ее риск. Это подтверждено в ходе расчетов, этот же факт подтверждает ЦБ РФ. Как уже было сказано тестирование неквалифицированный инвесторов должно оградить их от рисков таких бумаг. Здесь стоит отметить и предупреждение многих брокеров в личном кабинете о том, что «данный инструмент не относится к вашему инвестиционному профилю».

Розничному инвестору предпочтительнее выбирать наиболее ликвидные инструменты из первого и второго эшелонов, с большим объемом торгов. Высокий объем торгов может быть вызван спекулятивной составляющей – характерная черта российского рынка, реалии 2022-2024 гг. такие, что даже в первом эшелоне ликвидность не может сравниться со значениями 2019-2020 гг., приведенными в исследовании, что еще раз подтверждает актуальность полученных выводов. Розничный неквалифицированный инвестор должен выбирать между высоколиквидными и низковолатильными эмитентами на начальном этапе отбора бумаг при их включении в портфель.

В большинстве случаев розничный неквалифицированный инвестор в России с точки зрения экономической теории ведет себя иррационально. Это проявляется в чрезмерном доверии рыночные слухах, в принятии инвестиционных решений с опорой на доступную информацию на рынке. Эти решения имеют под собой нефундаментальную природу, часто являются сиюминутными, их хаотичность как раз подходит под определения действий «толпы» [7]. Розничный неквалифицированный инвестор не руководствуется рациональными принципами, поэтому его стратегия при инвестировании сводится к следованию за «толпой», в лучшем случае следованию за рекомендациями по формированию инвестиционного портфеля российских инвестиционных компаний.

Для того чтобы понять, по какому принципу розничный неквалифицированный инвестор отбирает активы для инвестирования – формирует инвестиционный

портфель, важно обратиться к данным Московской биржи, а именно – обратить внимание на то, на какой из ее секций заключается больше всего сделок розничными неквалифицированными инвесторами. Также поднимается важный вопрос: какие инструменты более всего востребованы российским розничным неквалифицированным инвестором. Необходимо также дать характеристику числу розничных неквалифицированных инвесторов на российском рынке [16]. Для ответа на эти вопросы проанализируем период массового прихода розничных инвесторов на рынок. Так, с 2018 по 2022 г. число лиц, имеющих брокерские счета, возросло более чем в 6 раз, до 23 млн человек. На конец 2023 г. число розничных инвесторов, по данным Московской биржи, превысило 25 млн чел. [17]. Активность из них проявляют около 10 % (2,5 млн) – именно эта оценка составляет интересующее число инвесторов для данного исследования [18].

Обозначим место розничных неквалифицированных инвесторов на российском рынке. Это можно сделать, сравнив их положение их с местом в развитых странах. В США, например, частные инвесторы занимают ключевое положение, они – важные игроки на рынке, от них зависит процесс ценообразования. Стоит отметить, что индивидуальные инвесторы на развитых рынках формируют инвестиционный портфель с помощью пассивных инвестиций, для российских реалий в данный момент такой подход не является возможным. Российский рынок ценных бумаг – развивающийся, физические лица только недавно начали проявлять к нему активный интерес [16]. Для них характерно более рискованное поведение. Стратегии, которые строят розничные неквалифицированные инвесторы в России, в большинстве своем рискованные, с формированием сбалансированного портфеля они имеют мало общего. На текущий момент времени доля розничных инвесторов, выбравших активную стратегию, больше, чем число инвесторов, придерживающихся пассивного получения дохода. Основные ценные бумаги в портфеле российских розничных неквалифицированных инвесторов: акции и долговые финансовые инструменты – облигации. Прошедший 2022 г. изменил расстановку сил на российском финансовом рынке: доля частных инвесторов выросла и равнялась 59 %, что на 19 % больше, чем в 2021 г., на долговом рынке она составляла 25 % – рост на 14,5% в сравнении с 2021 г. [19]. В 2023 г. на рынке акций и рынке облигаций доля частных инвесторов увеличилась уже до 72 % и 32 % соответственно [20] (табл. 5).

Таблица 5 – **Доля частных инвесторов в совокупном объеме торгов на различных секциях Московской биржи с 2020 по 2023 г.***
Table 5 – **Share of private investors in total trading volume on various sections of the Moscow Exchange from 2020 to 2023**

Финансовый инструмент	**Год**			
	2020	2021	2022	2023
Рынок акций	40,6%	40%	59%	79%
Рынок облигаций	13%	10%	24,4%	32%
Срочный рынок	42%	43,4%	59%	65%
Валютный рынок	12,3%	12,4%	20,3%	18%

** Составлена авторами на основании данных объема торгов Московской биржи.*

Принципы формирования инвестиционного портфеля российскими розничными неквалифицированными инвесторами сводятся к «агрессивности». Это проявляется, например, в инвестировании такой группы инвесторов в ВДО, при игнорировании ОФЗ и муниципальных выпусков. Доля вложений розничных инвесторов в корпоративный сегмент составила 72 %, годом раннее – 83,9 %, причем в

момент снижения спредов розничные неквалифицированные инвесторы выбирают выпуски более доходные, игнорируя такие параметры, представляющие риски, как: присвоенный рейтинг, постоянный ли купон или же переменный, ликвидность, финансовое состояние эмитента, есть ли оферта и другие. Как инвестируют розничные инвесторы на долговом рынке продемонстрировано в таблице 6.

Таблица 6 – **Динамика объема вложений в долговой рынок частными инвесторами по годам** [21]
Table 6 – **Dynamics of the volume of investments in the debt market by private investors by years** [21]

Долговой рынок	**Год**			
	2020	2021	2022	2023
ОФЗ и муниципальные	4%	3,9%	16,1%	28%
Еврооблигации (с 2022 г. замещенные облигации)	7,5%	15,4%	-	-
Корпоративный долг, включая ВДО	88,5%	80,7%	83,9%	72%

Совокупная стоимость активов частных инвесторов на конец 2023 г. превысила 1,1 трлн руб. Таким образом, сохраняется потенциал для дальнейшего роста. Структуру брокерских счетов физических лиц на 31 % составляют российские акции, 30 % – российские облигации всех типов, 14 % занимают акции иностранных эмитентов и депозитарные расписки, на иностранные облигации всех типов, а также ПИФы и ETF приходится по 8 % структуры брокерского счета, а денежные средства и прочие инструменты занимают доли в 7 % и 2 % соответственно [22].

Далее проанализируем, какие эмитенты на рынке акций были востребованы у розничных инвесторов в 2023 г. Статистика Московской биржи показывает, что у розничных инвесторов пользовались спросом «голубые фишки» – компании, показывающие хорошие финансовые результаты, являющиеся финансово устойчивыми.

Таблица 7 – **Среднестатистический инвестиционный портфель розничного инвестора, по данным Московской биржи по итогам 2023 г.** [23]
Table 7 – **Average investment portfolio of a retail investor according to Moscow Exchange data for 2023** [23]

Эмитент и его доля в портфеле розничного инвестора								
GAZP	SBER	LKOH	GMKN	ROSN	YNDX	TATN	MGNT	SNGS
37%	15%	14%	7%	6%	6%	4%	4%	7%

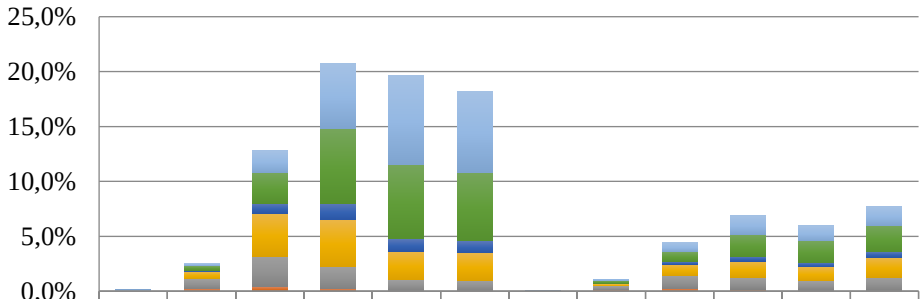
Обозначим наиболее часто встречающиеся иностранные ценные бумаги в портфелях розничных неквалифицированных инвесторов, оказавшихся заблокированными после введения санкций европейскими депозитариями Euroclear и Clearstream в 2022 г. Данные представлены Санкт-Петербургской биржей и Московской биржей на конец 2021 г. (табл. 8).

Таблица 8 – **Среднестатистический инвестиционный портфель розничного инвестора по итогам 2021 г. из заблокированных ныне ценных бумаг** [24]
Table 8 – **Average investment portfolio of a retail investor at the end of 2021 from currently blocked securities** [24]

Эмитент и его доля в портфеле розничного инвестора									
BABA	TSLA	AAPL	BIDU	BA	NVDA	SPCE	MSFT	INTC	META
27%	14%	12%	9%	7%	8%	6%	6%	6%	6%

Данные 2021 г. актуальны по сей день, доля активов розничных неквалифицированных инвесторов в иностранных ценных бумагах не менялась, так как невозможно на данный момент совершать с ними сделки в связи с блокировкой их вышестоящими депозитариями.

Далее проанализируем половозрастной состав инвесторов на российском фондовом рынке (рис. 7).



	Мужчины						Женщины					
	<20	20-30	30-40	40-50	50-60	60+	<20	20-30	30-40	40-50	50-60	60+
(100 млн руб.; ∞)	0,0%	0,2%	2,0%	5,9%	8,1%	7,4%	0,0%	0,1%	0,9%	1,7%	1,4%	1,7%
(10 млн руб.; 100 млн руб.]	0,0%	0,4%	2,8%	6,8%	6,7%	6,3%	0,0%	0,3%	0,9%	2,0%	1,9%	2,4%
(6 млн руб.; 10 млн руб.]	0,0%	0,1%	0,9%	1,5%	1,1%	1,1%	0,0%	0,1%	0,3%	0,5%	0,4%	0,5%
(1 млн руб.; 6 млн руб.]	0,0%	0,7%	3,9%	4,3%	2,6%	2,5%	0,0%	0,2%	1,1%	1,5%	1,3%	1,8%
(100 тыс. руб.; 1 млн руб.]	0,0%	0,9%	2,8%	2,0%	1,0%	0,9%	0,0%	0,3%	1,2%	1,1%	0,8%	1,2%
(10 тыс. руб.; 100 тыс. руб.]	0,0%	0,2%	0,4%	0,2%	0,1%	0,0%	0,0%	0,1%	0,2%	0,2%	0,1%	0,1%
(0 руб.; 10 тыс. руб.]	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Рисунок 7 – **Характеристика и разграничение инвесторов в зависимости от объема активов и половозрастного состава** [25]
Figure 7 – **Characterization and differentiation of investors depending on the volume of assets and gender and age composition** [25]

Данные рисунка 7 показывают, что значительное число инвесторов мужского пола – 59 %, а средний возраст клиента – от 20 до 40 лет. Если посмотреть на инвестиционный портфель клиента в возрасте 40-50 лет, то в нем наблюдается самый крупный объем активов. Именно в этом возрасте российский розничный неквалифицированный инвестор достигает максимального пика по доходу. За 2022-2023 гг. с 23,5 % до 32,6 % произошел рост доли активов на счетах, где сумма была больше 100 тыс. руб., но меньше 6 млн руб. Такая динамика объясняется частичным восстановлением российского рынка акций. Стоит также охарактеризовать это тем, что в просадке в 2022 г. оказались портфели инвесторов более 6 млн руб., из-за этого число инвесторов с активами менее 6 млн руб. возросло.

Отдельное внимание стоит акцентировать на принципы и поведенческие паттерны начинающих инвесторов, на счетах которых от 50-100 тыс. руб. Именно эти стоимостные параметры для начинающего неквалифицированного инвестора считаются более комфортными при выходе на российский фондовый рынок [11].

Начинающие розничные неквалифицированные инвесторы инвестируют минимальные суммы в рынок, но им все же удается диверсифицировать свои портфели, как показал 2023 г. (когда у инвесторов уже не было доступа к иностранным ценным бумагам), их показатель диверсификации вырос с 9,8 до 10,8 финансовых инструмента. Больше всего диверсификации наблюдается в портфелях розничных неквалифицированных инвесторов в возрастной группе от 20 до 50 лет. Одинакова

степень диверсификации в зависимости от пола и возраста, а больше всего диверсификации уделяют внимание клиенты с портфелем от 100 тыс. руб. до 6 млн руб. Таким образом, несмотря на то что выбор активов розничным неквалифицированным инвестором в свой портфель происходит в условиях недостатка информации и часто носит интуитивный (случайный) характер, все же даже такой хаотичный, порой непродуманный подход, основанный не на научных принципах и без опоры на риск-менеджмент, теорию портфельных инвестиций, может обеспечивать диверсификацию в конечном итоге.

Отметим, что события 2022 г. имели негативный эффект на стоимостной показатель инвестиционного портфеля розничного неквалифицированного инвестора, многие из них оказались в просадке, независимо от того, в какой категории инвестор формировал свой портфель. Их показатели доходности оказались близки относительно друг друга. Самые высокие потери наблюдались у инвесторов с суммами в портфеле от 10 до 100 тыс. руб. Во многом такие результаты были связаны с тем, что минимальные суммы просто не оставляли возможности провести диверсификацию, что в конечном итоге отразилось на результате. Для таких инвесторов ощутимыми являются и комиссионные издержки.

Данные рисунка 8 демонстрируют неутешительный результат. В среднем такая категория розничных неквалифицированных инвесторов теряла от 20 до 25 % капитала.

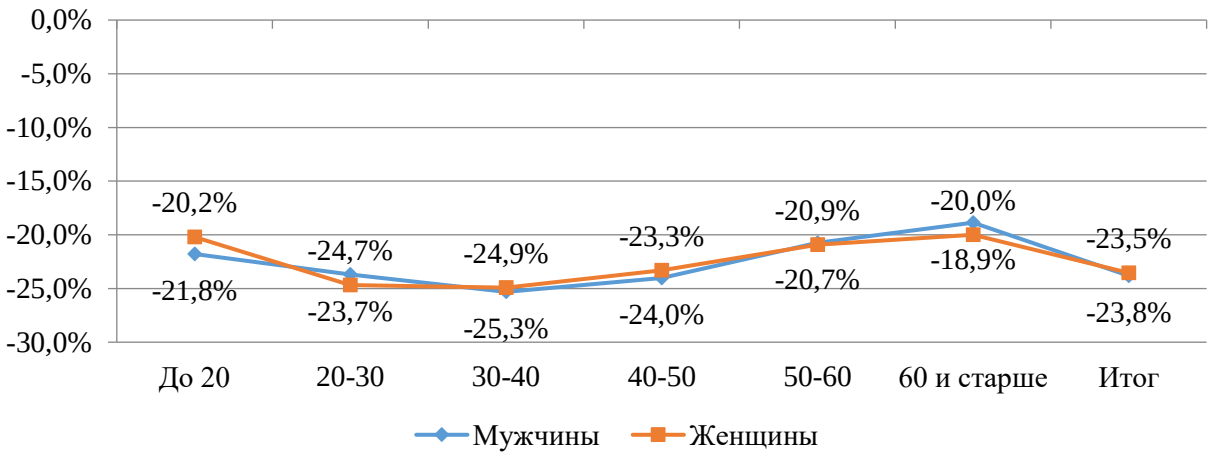


Рисунок 8 – **Средневзвешенная доходность по полу и возрасту розничных неквалифицированных инвесторов в 2022 г.** [26]

Figure 8 – **Weighted average returns by gender and age of retail non-qualified investors in 2022** [26]

Выводы

Паническое падение российского рынка в 2022 г. реализовало для розничных неквалифицированных инвесторов одновременно массу рисков. Этот факт привел к убыткам независимо от того, какой инвестиционной стратегии при формировании инвестиционного портфеля придерживались розничные неквалифицированные инвесторы и каким способом осуществлялась диверсификация. Следствием такого шока стало сокращение объема торгов, что увеличило рыночные риски для клиентов – физических лиц. Многие риски в 2022-2024 гг. розничный неквалифицированный инвестор не может устранить ни за счет применения специальных теоретических наработок по формированию инвестиционного портфеля, ни за счет метода диверсификации. Турбулентный 2022 г. привел к снижению инвестиционной привлекательности рынка, высокие ставки 2023-2024 гг. сделали этот тренд более выраженным, так как многие розничные неквалифицированные инвесторы перевели свои вложения в депозиты.

Положительный тренд, который сделает в будущем российский фондовый рынок более привлекательным для формирования портфеля частными инвесторами, выражается в структурной перестройке всего российского рынка. Российский фондовый рынок окончательно отмежевался от мирового рынка капитала, структурно перестроился, что уже отражается на принципах формирования на нем инвестиционных стратегий [11].

Список литературы

1. Рынок ценных бумаг: учебник для вузов / Н. И. Берзон [и др.] ; под общ. ред. Н. И. Берзона. – 5-е изд., перераб. и доп. – М. : Юрайт, 2023.

2. *Володин, С. Н.* Анализ применимости гипотезы эффективного рынка для моделирования динамики цен [Электронный ресурс]. – URL: https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/69737786.

3. *Галустян, М. Ж.* Формирование портфеля независимым частным инвестором на российском фондовом рынке : автореф. дисс. к. э. н. – Тула, 2022.

4. *Галустян, М. Ж., Сычева, И. В.* Формирование портфеля частного инвестора на фондовом рынке // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, № 5. – С. 1151-1169.

5. Риски российского фондового рынка в условиях санкций и пути их преодоления / А. П. Гарнов, Е. В. Афанасьев, Н. П. Тишкина // Вестник Российского экономического университета имени Г. В. Плеханова. – 2022. – № 5. – С. 5-11.

6. *Звягинцева, Н. А., Марков, Д. Е.* Исследование конъюнктуры рынка акций Российской Федерации в современных условиях беспрецедентной санкционной нагрузки // Известия Байкальского государственного университета. – 2022. – Т. 32, № 1. – С. 78-88.

7. *Кириленко, Ю. П.* Воздействие информационной асимметрии на развитие финансового рынка // Проблемы управления финансами в государственном и корпоративном секторах экономики : материалы III Междунар. конгресса молодых ученых по проблемам устойчивого развития. – М., 2017. – С. 88-92.

8. *Коваленко, Е. А.* Теория поведенческих финансов и ее применение к прогнозированию доходности финансовых активов [Электронный ресурс]. – URL: http://ismme.esrae.ru/pdf/2012/5/326.pdf.

9. *Колесник, И. А.* Фондовый рынок России: структура экономических факторов в периоды роста и кризиса // Финансы и кредит. – 2020. – Т. 26, № 6 (798). – С. 1373-1391.

10. Анализ ценных бумаг Грэма и Додда / С. Коттл, Р. Ф. Мюррей, Ф. Е. Блок. – М. : Олимп Бизнес, 2000.

11. *Кузьмина, О. Ю., Шарафуллина, Р. Р.* Поведение розничных инвесторов на российском фондовом рынке в современных условиях // Креативная экономика. – 2023. – Т. 17, № 11. – С. 4197-4212.

12. *Нельсон, Р., Уинтер. С.* Эволюционная теория экономических изменений. – М., 2000.

13. *Семенкова, Е. В., Власова, Е. Н.* Причины, факторы и последствия деглобализации для российского фондового рынка // Известия высших учебных заведений. Серия: Экономика, финансы и управление производством. – 2022. – № 1 (51). – С. 26-31.

14. *Чаленко, Д. Д., Мбалла Номо, Ж. Ф.* Воздействие макроэкономических факторов на структуру и динамику фондового рынка России: институциональные аспекты // Финансовые рынки и банки. – 2022. – № 3. – С. 82-85.

15. Инвестиции / У. Ф. Шарп, Г. Дж. Александер, Дж. В. Бэйли. – М. : Инфра-М, 2019.

16. Разбор: как инвестировать в Китай в 2023 г [Электронный ресурс]. – URL: https://gazprombank.investments/blog/market/invest-in-china.

17. Новости и релизы [Электронный ресурс]. – URL: https://www.moex.com/ru/news.

18. Более 6 млн человек в 2022 г. открыли брокерские счета на Московской бирже [Электронный ресурс]. – URL: https://www.moex.com/n53950.

19. Доля частных инвесторов на рынке акций Московской биржи в ноябре превысила 80 % [Электронный ресурс]. –

URL: https://www.moex.com/n53380?ysclid=lnsj5ciy2q570221777.

20. Частные инвесторы вложили в ценные бумаги на Московской бирже более 1,1 трлн руб. [Электронный ресурс]. – URL: https://quote.rbc.ru/news/article/65a0f7de9a7947b6d2fa2cb5.

21. Как меняется доля частных инвесторов на Мосбирже [Электронный ресурс]. – URL: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-meniaetsiadolia-chastnykh-investorov-na-mosbirzhe-grafiki?ysclid=lnsj8wi7b7730206008.

22. Розничный инвестор на рынке капитала в 2023 г. [Электронный ресурс]. – URL: http://council.gov.ru/media/files/kug3bx9WUdggA8wlAUVCNUhjQHAKAfe1.pdf.

23. Новости и пресс-релизы Московской биржи от 12.01.2024 [Электронный ресурс]. – URL: https://www.moex.com/n66753.

24. Новости и пресс-релизы 2022 [Электронный ресурс]. – URL: https://www.moex.com/n39552.

25. Портрет клиента брокера 1 полугодие 2022 г. [Электронный ресурс]. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143859/Portrait_client_brok.PDF.

26. Портрет клиента брокера за 2022 г. [Электронный ресурс]. – URL: https://cbr.Ru/Content/Document/File/143859/Portrait_client_brok.PDF.

27. О внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» и отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 31.07.2020 № 306-ФЗ.

References

1. The securities market: a textbook for universities / N. I. Berzon [et al.] ; ed. of N. Berzon. – 5th ed., rev. – M. : Yurait, 2023.

2. *Volodin, S.* Analysis of applicability of the efficient market hypothesis for modeling price dynamics [Electronic resource]. – URL: https://www.hse.ru/pubs/share/direct/document/69737786.

3. *Galustyan, M.* Portfolio formation by an independent private investor in the Russian stock market: abstract of a dissertation for the degree of candidate of economic sciences. – Tula, 2022.

4. *Galustyan, M., Sycheva, I.* Formation of a private investor's portfolio in the stock market // Finance and Credit. – 2020. – Vol. 26, № 5. – P. 1151-1169.

5. Risks of the Russian stock market under sanctions and ways to overcome them / A. Garnov, E. Afanasyev, N. Tishkina // Bulletin of Plekhanov Russian University of Economics. – 2022. – № 5. – P. 5-11.

6. *Zvyagintseva, N., Markov, D.* Research of the conjuncture of the stock market of the Russian Federation in the current conditions of an unprecedented sanctions burden // Bulletin of Baikal State University. – 2022. – Vol. 32, № 1. – P. 78-88.

7. *Kirilenko, Yu.* Impact of information asymmetry on the development of the financial market // Problems of financial management in the public and corporate sectors of the economy : proceedings of the III International Congress of Young Scientists on Sustainable Development. – M., 2017. – P. 88-92.

8. *Kovalenko, E.* Theory of behavioral finance and its application to forecasting the profitability of financial assets Electronic resource]. – URL: http://ismme.esrae.ru/pdf/2012/5/326.pdf.

9. *Kolesnik, I.* Russian stock market: the structure of economic factors during periods of growth and crisis // Finance and Credit. – 2020. – Vol. 26, № 6 (798). – P. 1373-1391.

10. Dodd Securities Analysis / S. Cottle, R. F. Murray, F. E. Block – M. : Olimp Business, 2000.

11. *Kuzmina, O., Sharafullina, R.* Behavior of retail investors in the Russian stock market in modern conditions // Creative Economy. – 2023. – Vol. 17, № 11. – P. 4197-4212.

12. *Nelson, R., Winter, S.* Evolutionary Theory of Economic Change. – M., 2000.

13. *Semenkova, E., Vlasova, E.* Causes, factors and consequences of deglobalization for the Russian stock market // News of higher educational institutions. Series: Economics, finance and production management. – 2022. – № 1 (51). – P. 26-31.

14. *Chalenko, D., Mballa Nomo, J. F.* The Impact of Macroeconomic Factors on the Structure and Dynamics of the Russian Stock Market: Institutional Aspects // Financial Markets and Banks. – 2022. – № 3. – P. 82-85.

15. Investments / W. F. Sharpe, G. J. Alexander, J. W. Bailey. – M. : Infra-M, 2019.

16. Analysis: how to invest in China in 2023 [Electronic resource]. – URL: https://gazprombank.investments/blog/market/invest-in-china.

17. News and releases [Electronic resource]. – URL: https://www.moex.com/ru/news.

18. In 2022, more than 6 million people opened brokerage accounts in the Moscow market [Electronic resource]. – URL: https://www.moex.com/n53950

19. The share of private investors in the Moscow Stock Exchange stock market exceeded 80% in November [Electronic resource]. – URL: https://www.moex.com/n53380?ysclid=lnsj5ciy2q570221777.

20. Private investors have invested more than 1.1 trillion rubles in securities on the Moscow Stock Exchange [Electronic resource]. – URL: https://quote.rbc.ru/news/article/65a0f7de9a7947b6d2fa2cb5.

21. How the share of private investors in Moscow Stock Exchange is changing [Electronic resource]. – URL: https://bcs-express.ru/novosti-i-analitika/kak-meniaetsia dolia-chastnykh-investorov-na-mosbirzhe-grafiki?ysclid=lnsj8wi7b7730206008.

22. Retail investor in the capital market in 2023 [Electronic resource]. – URL: http://council.gov.ru/media/files/kug3bx9WUdggA8wlAUVCNUhjQHAKAfe1.pdf.

23. News and press releases of the Moscow Stock Exchange dated 12.01.2024 [Electronic resource]. – URL: https://www.moex.com/n66753.

24. News and press releases 2022 [Electronic resource]. – URL: https://www.moex.com/n39552.

25. Portrait of the broker's client for the 1st half of 2022 [Electronic resource]. – URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/143859/Portrait_client_brok.PDF.

26. Portrait of the broker's client for 2022 [Electronic resource]. – URL: https://cbr.Ru/Content/Document/File/143859/Portraitclientbrok.PDF.

27. On Amendments to Federal Law «On Securities Market» and certain legislative acts of Russian Federation : Federal Law 31.07.2020 № 306-ФЗ.

Об авторах:

Коновалова Мария Евгеньевна, д. э. н., профессор, директор института национальной и мировой экономики, зав. кафедрой экономической теории, Самарский государственный экономический университет, mkonoval@mail.ru

Жиронкин Сергей Александрович, д. э. н., профессор кафедры открытых горных работ, Кузбасский государственный технический университет им. Т. Ф. Горбачева, zhironkin@mail.ru

Сагдеев Рустам Рустамович, ассистент кафедры финансовых рынков и финансовых институтов, Казанский (Приволжский) федеральный университет, rrsagdi@gmail.ru

Конфликт интересов: авторы заявляют об отсутствии конфликта интересов.

About the Authors:

Maria Konovalova, *Dr. Sci. (Econ.), Professor, Director of the Institute of National and World Economy, Head of the Department of Economic Theory, Samara State University of Economics, mkonoval@mail.ru*

Sergey Zhirokin, *Dr. Sci. (Econ.), Professor, Department of Open Pit Mining, Kuzbass State Technical University named by T. F. Gorbachev, zhironkin@mail.ru*

Rustam Sagdeev, *Assistant Professor, Department of Financial Markets and Financial Institutions, Kazan Federal University, rrsagdi@gmail.ru*

Conflict of Interest: The authors declare no conflicts of interest.