

## Профессиональные посредники на российском фондовом рынке: условия и тенденции развития

*Елена Викторовна Красова (e-mail: elena\_krasova@rambler.ru), к. э. н., доцент кафедры экономики Владивостокского государственного университета экономики и сервиса (г. Владивосток)*

### Аннотация

Статья посвящена актуальным вопросам, связанным с деятельностью профессиональных посредников на российском фондовом рынке. Рассматриваются условия, в которых осуществляется деятельность профессиональных посредников, изучаются тенденции их развития за последние годы. Методологической базой исследования служат положения современной теории рынка ценных бумаг и концепции эффективного развития фондовых рынков. В статье обосновывается роль и место профессиональных посредников фондового рынка в современной финансовой системе России, показаны динамика и структура количества компаний-посредников, изучаются макроэкономические риски развития их деятельности, представлен рейтинг ведущих посредников по объему операций на фондовом рынке, проанализирован уровень концентрации как важнейшая характеристика рынка услуг профессиональных посредников.

### Ключевые слова:

профессиональные посредники, профессиональные участники фондового рынка, российский фондовый рынок, инструменты фондового рынка, финансово-промышленные группы, банковский сектор на фондовом рынке, концентрация фондового рынка

JEL: G14, E66

Современный фондовый рынок — понятие многоаспектное и сложное, включающее в себя совокупность финансовых институтов и финансовых отношений, которые возникают между участниками рынка, осуществляющими определенные виды деятельности в соответствии с действующим законодательством<sup>1</sup>. Основными профессиональными участниками рынка ценных бумаг являются посредники — брокеры, дилеры и доверительные управляющие, обеспечивающие связь между эмитентами и инвесторами, инвесторами и другими участниками фондового рынка.

Актуальность исследования вопросов, связанных с деятельностью профессиональных посредников, обусловлена значимой ролью, которую играют ценные бумаги и фондовый рынок в целом в современной экономической жизни. Начиная с 1990-х гг. формирование и устойчивое развитие нового для России рынка ценных бумаг, положительная динамика капитализации большей части крупных национальных компаний стала важной базой финансового развития страны. Несмотря на наличие широкого круга мнений относительно места и роли финансовых посредников в экономическом развитии, автор придерживается концепции, согласно которой роль финансового сектора в росте экономики является ведущей. Истоки данной концепции лежат еще в трудах Й. Шумпетера и У. Бэджета [1–2] и комплексно обосновываются в научных работах второй половины XX в. Р. Маккинном, Р. Левином, С. Зервос, Т. Беком, А. Демиргуч-Кунтом и другими учеными [3].

<sup>1</sup> Речь идет о Федеральном законе от 22.04.1996 № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Вместе с тем настоящее исследование принципиально разделяет банковскую и небанковскую финансовые системы и рассматривает профессиональных посредников банковского и фондового рынков в определенной степени как конкурентов за внутренние инвестиционные ресурсы. Поскольку воздействие банковского сектора на экономический рост и социальное равенство весьма неоднозначно [4], развитие отечественного фондового рынка и укрепление позиций его профессиональных участников представляется наилучшей альтернативой дальнейшему усилению банковской концентрации в России.

Широкий круг функций, выполняемых современными профессиональными посредниками, значительный потенциал их инвестиционных и инновационных возможностей ставят перед наукой и практикой новые задачи, главными из которых являются органичное встраивание института профессиональных посредников фондового рынка в общую финансовую систему страны, стимулирование на этой основе экономического роста и сокращение социального неравенства. Российские ученые отмечают, что интенсивное развитие институтов фондового рынка облегчит решение важнейших макроэкономических задач российской экономики [5–6]. Для этого есть и ресурсный, и институциональный потенциалы: по мнению экспертов Центра стратегических разработок, главной ресурсной базой будущего инвестиционного роста могут стать средства домашних хозяйств (по оценкам, это свыше 40 трлн руб., или примерно 50 % ВВП страны), перераспределяемые по различным каналам финансового рынка с опережающим ростом масштабов небанковского сектора [7].

Развитию института профессиональных посредников российского фондового рынка на современном этапе мешает целый ряд проблем, в том числе таких как деформированная структура российского финансового рынка, высокий уровень макроэкономической нестабильности, низкая конкурентоспособность и высокая концентрация небанковского финансового сектора. В нынешнем состоянии российский фондовый рынок не способен стать драйвером экономического развития. В связи с этим цель настоящего исследования — анализ условий и тенденций развития фондового рынка России в контексте обозначенных проблем с учетом долгосрочных задач, стоящих перед его профессиональными участниками.

## **МЕСТО ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ ФОНДОВОГО РЫНКА В СОВРЕМЕННОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ РОССИИ**

Современные научные исследования рассматривают профессиональных посредников фондового рынка (рынка ценных бумаг, далее — РЦБ) как органичную часть финансово-кредитной системы [8–10], как типичную сферу предпринимательства в финансовом секторе [11–12], а также в качестве маркет-мейкеров, т. е. определенных институциональных субъектов, трансформирующих традиционную систему профессиональных участников рынка ценных бумаг в современную интегрированную систему финансовых посредников [13].

Мировая практика показывает повышение значимости фондовых рынков в аккумулировании инвестиционных ресурсов, что приводит к закономерному росту влияния и развитию института профессиональных посредников РЦБ. Развитие такого института в России стало возможным в условиях накопления денежного капитала в 1990-х гг., акционирования предприятий, развития форм инвестирования и расширения доступа к капиталу частных инвесторов. Однако в настоящее время «российская финансовая система в гипертрофированном виде воспроизводит континентальную модель финансового рынка, в котором главную роль играет банковский сектор» [14]. По состоянию на 01.01.2018 соотношение финансовых активов коммерческих банков и профессиональных участников РЦБ из числа нефинансовых кредитных организаций в России составляло 109:1, тогда как в 2015 г. оно равнялось 97:1, а в 2005 г. — 12:1. За последние 12 лет финансовые активы страны возросли более чем в 10 раз, при этом подавляющая часть этого прироста пришлась именно на банковский сектор. Последние годы характеризуются разнонаправ-

ленностью движения финансового капитала: если за 2014–2017 гг. в банковском секторе произошел приток активов на 9,7 %, то у профессиональных посредников РЦБ (брокеров, дилеров и доверительных управляющих из числа нефинансовых кредитных организаций) активы снизились на 3,7 %<sup>2</sup>. Доля совокупных активов банковской системы в ВВП России к 2018 г. составила 92 %, а доля активов профессиональных посредников РЦБ уменьшилась до 0,9 % (табл. 1).

Таблица 1

**Динамика активов банковского сектора и сегмента профессиональных посредников на фондовом рынке за 2013–2017 гг.**

Показатель	Ед. изм.	2013	2014	2015	2016	2017
Совокупные активы банковского сектора	млрд руб.	57 423	77 653	83 000	80 063	85 192
	% к ВВП	80,9	98,0	99,7	93,0	91,8
Совокупные активы профессиональных посредников на РЦБ	млрд руб.	н/д	814	756	772	784
	% к ВВП	н/д	1,08	1,10	0,91	0,88

Источники: составлено автором по данным: Обзор банковского сектора Российской Федерации ([https://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_183.pdf](https://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_183.pdf)); Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг ([https://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/review\\_secur\\_17Q3.pdf](https://www.cbr.ru/finmarkets/files/supervision/review_secur_17Q3.pdf)).

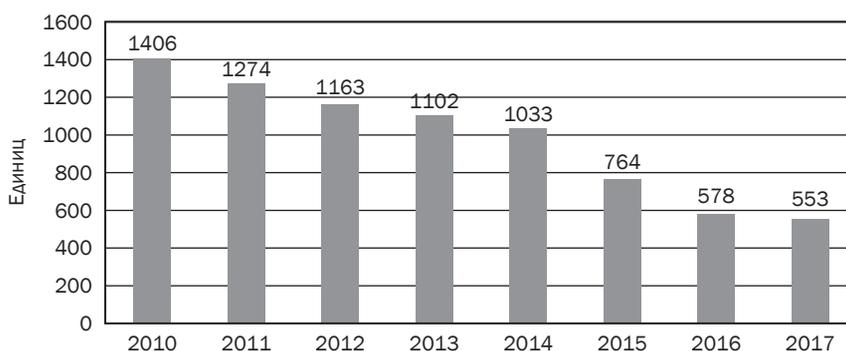
Сложившаяся ситуация позволяет говорить о неразвитости и структурном дисбалансе российского финансового рынка, что приводит к ухудшению способности фондового рынка генерировать капитал, сужает и локализирует место профессиональных посредников в национальной финансовой системе.

**КОЛИЧЕСТВО И СТРУКТУРА ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА**

На 1 июля 2017 г. количество организаций — профессиональных посредников составило 553, это 93 % всех профессиональных участников российского фондового рынка (рис. 1).

Рисунок 1

**Динамика количества профессиональных посредников на российском фондовом рынке за 2010–2017 гг.**



Примечание: данные по 2017 г. представлены за первое полугодие.

Источник: составлено автором по данным: Российский фондовый рынок: первое полугодие 2017 г. События и факты / Официальный сайт Национальной ассоциации участников фондового рынка ([http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2017_1.pdf)).

<sup>2</sup> Обзор банковского сектора Российской Федерации. № 170. Декабрь 2016 г. / Официальный сайт Банка России ([http://www.cbr.ru/analytics/bank\\_system/obs\\_1612.pdf](http://www.cbr.ru/analytics/bank_system/obs_1612.pdf)); Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. № 4. 2016 г. / Официальный сайт Банка России ([https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14418/review\\_secur\\_16Q4.pdf](https://www.cbr.ru/StaticHtml/File/14418/review_secur_16Q4.pdf)).

Рис. 1 показывает убывающую динамику количества профпосредников: в текущем десятилетии оно уменьшилось на 853 ед., или в 2,5 раза. Основные способы прекращения работы профпосредников — это добровольный отказ от деятельности, заявленной в лицензии, а также принудительное аннулирование лицензий за невыполнение требований к достаточности капитала. Статистика показывает, что среди организаций-профпосредников, деятельность которых прекратилась, преобладают те, кто добровольно написал заявление об отзыве лицензии, не выдержав конкуренции. За последнее десятилетие наибольшее число аннулированных лицензий профессиональных посредников фондового рынка было зафиксировано в «посткризисный» 2009 г. — 656, в 2010 г. — 638, в 2015 г. — 452 и в 2016 г. — 620. Количество выданных лицензий несоизмеримо мало по сравнению с числом аннулированных: за последние пять лет (2013–2017 гг.) в России выдано лишь 189 лицензий на осуществление профессиональной деятельности на РЦБ, в том числе за первое полугодие 2017 г. — 11.

В структуре численности профпосредников преобладают компании, совмещающие различные виды посреднической деятельности на фондовом рынке: на 1 июля 2017 г. их количество составило 390, или 70,5 % всех компаний-посредников на рынке. Наиболее частое сочетание лицензий — на осуществление брокерской, дилерской деятельности и деятельности по управлению ценными бумагами (36 % сочетающих лицензии компаний). Количество организаций, имеющих лицензии брокера и дилера, составило 181 ед., или 32,7 % от общего числа профпосредников. Компаний, специализирующихся исключительно на брокерской деятельности, всего 13, на дилерской деятельности — 58, на деятельности по управлению ценными бумагами — 92.<sup>3</sup>

Основными факторами совмещения разных видов посреднической деятельности на РЦБ являются их схожесть между собой по методам и средствам работы, единство квалификационных требований к работникам, необходимость поддержания собственного капитала на определенном уровне. В настоящее время специалисты говорят не просто о совмещении, а об интеграции различных видов деятельности на фондовом рынке, обусловленной укрупнением финансовых институтов, консолидацией банковского и небанковского капиталов, качественной трансформацией менеджмента российских финансовых компаний. В частности, предполагается, что в среднесрочной перспективе целесообразность независимого лицензирования брокерской и дилерской деятельности упадет и центральное место на фондовом рынке займут профессиональные участники, выполняющие весь комплекс функций маркет-мейкера [13, с. 40–41].

### **МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ РИСКИ РАЗВИТИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ**

Тенденции сокращения количества профессиональных участников фондового рынка вызваны как общерыночными причинами, так и особенностями регулирования российского РЦБ. Исследователи называют ряд факторов, влияющих на деятельность профессиональных посредников: увеличение уровня финансового риска в стране [15], снижение реального инвестиционного потенциала граждан и его диспропорция, низкая степень диверсификации активов частных инвесторов [16], жесткие требования к минимальному собственному капиталу, нестабильность условий осуществления предпринимательской деятельности в сфере финансового посредничества [11] и др.

По оценке специалистов, менее 4 % российских домохозяйств обладают реальным финансовым потенциалом для инвестиций на фондовом рынке. В результате доля ценных

<sup>3</sup> Российский фондовый рынок: первое полугодие 2017 г. ([http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/FRF2017\\_1.pdf](http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/FRF2017_1.pdf)).

бумаг в сбережениях населения составляет лишь около 5 % и вопреки оптимистичным прогнозам не имеет устойчивых тенденций к росту в текущем десятилетии [16, с. 99]. По состоянию на 1 января 2018 г. на Московской бирже зарегистрировано 1893,7 тыс. клиентов операторов биржевого рынка из числа физических лиц, что составляет 1,3 % населения России, и 28,2 тыс. клиентов из числа юридических лиц. Численность жителей, пользующихся услугами всех профпосредников страны, в 58 раз меньше, чем клиентов одного только Сбербанка России. Анализ динамики за период 2013–2017 гг. показывает рост числа частных клиентов — инвесторов РЦБ на 895 тыс. ед., или на 87 %, однако удельный вес активных клиентов за тот же период снизился с 7,0 до 5,8 %<sup>4</sup>.

В большей степени россияне доверяют банковским вкладам и депозитам: на них хранятся 26 трлн руб. сбережений, что составляет 48 % от объема денежных доходов, полученных населением страны в 2017 г. Порядка 24,8 трлн руб. хранится на банковских счетах предприятий и организаций. За 2013–2017 гг. общий объем средств на вкладах и депозитах возрос в 1,8 раза, а их удельный вес в ВВП увеличился с 42,3 до 54,8 %<sup>5</sup>. Главными причинами предпочтения банковского сектора фондовому рынку для частных инвесторов являются недостаточная отдача на вложенный капитал и высокая волатильность доходности основных инструментов фондового рынка — акций и облигаций. Несмотря на то что в некоторые периоды рост курса ценных бумаг отдельных эмитентов бил исторические рекорды<sup>6</sup> и существенно превышал ставки по банковским депозитам, объективная нестабильность вокруг фондового рынка, вызванная главным образом внешне-экономическими и внешнеполитическими факторами, а также рядом институциональных особенностей регулирования российского фондового рынка, увеличивает операционные и стратегические риски отечественных инвесторов. Это отражается на масштабах и эффективности обслуживающих инвесторов профессиональных посредников, ставит последних в зависимость от текущей рыночной конъюнктуры и сужает перспективы их развития [подробнее см. 14]. В качестве основы для таких выводов можно привести долгосрочную динамику доходности и волатильности базовых фондовых индексов российского рынка (табл. 2).

Таблица 2

**Динамика доходности и волатильности базовых индексов  
российского фондового рынка за 2010–2017 гг.**

Год	Индекс ММВБ		Индекс корпоративных облигаций МСХ СВИ TR		Индекс государственных облигаций МСХ РГБИ TR		Ставка рефинансирования усредненная, %
	Доходность, % годовых	Волатильность, %	Средневзвешенная доходность к погашению, %	Волатильность, %	Средневзвешенная доходность к погашению, %	Волатильность, %	
2017	1,9	1,5	9,1	0,16	7,9	0,50	8,75
2016	26,8	1,1	10,61	0,12	9,09	0,28	10,6
2015	22,7	1,3	13,11	0,31	11,43	0,57	12,5
2014	-8,3	1,6	10,44	0,30	9,16	0,80	7,9
2013	2,0	1,0	7,93	0,04	6,79	0,36	5,5
2012	5,2	1,2	8,73	0,06	7,41	0,17	8,1
2011	-16,9	1,7	7,48	0,09	7,06	0,22	8,1
2010	23,3	1,5	7,41	0,10	6,64	0,35	8,0

Источники: составлено автором по данным: Российский фондовый рынок. 2016 г. (<http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2016.pdf>); Индексы Московской биржи (<https://www.moex.com/ru/indices>).

<sup>4</sup> Статистика по клиентам / Официальный сайт Московской биржи (<http://www.moex.com/s719>).

<sup>5</sup> Обзор банковского сектора Российской Федерации. № 170. Декабрь 2016 г.

<sup>6</sup> В частности, можно выделить акции ПАО «Аэрофлот», АК «АЛРОСА», ПАО «Сбербанк России», курсы которых обновили в 2016–2017 гг. свои исторические максимумы.

Динамика индекса ММВБ из табл. 2 показывает, насколько нестабилен российский рынок акций: вероятность убытков инвесторов за весь рассматриваемый период достаточно высока, особенно у тех инвесторов, кто вкладывал свои средства в начале 2010-х гг. Доходность облигаций более стабильна, чем акций, и вполне сопоставима с процентом по банковским депозитам. Однако следует принимать во внимание, что корпоративные облигации в большей степени подвержены риску дефолта и риску снижения кредитного рейтинга эмитента, чем банковские депозиты. Все это обуславливает тот факт, что большинство частных инвесторов доверяют фондовому рынку относительно небольшие деньги ради краткосрочной спекулятивной прибыли, а также получения пассивного дивидендного дохода и купонного дохода по облигациям. Последние годы демонстрируют уверенный рост числа клиентов-инвесторов на российском фондовом рынке, но при этом средний оборот не увеличивается: за 2013–2017 гг. при росте совокупного оборота фондового рынка на 47,4 % средний оборот в расчете на одного клиента уменьшился на 21,2 %<sup>7</sup>.

Таким образом, положительные тенденции роста количества клиентских счетов и оборотов по ним сопровождаются снижением оборачиваемости рынков акций и облигаций, а также ухудшением структуры клиентских счетов, что напрямую влияет на снижение объема доходов профпосредников, получающих комиссию в зависимости от количества и объема сделок. По данным Национальной ассоциации участников фондового рынка (НАУФОР), коэффициент оборачиваемости внутреннего рынка акций имеет четкую тенденцию к падению, постепенно снижаясь от 93,5 % в 2009 г. к 27 % в 2017 г. Несмотря на рост оборотов по инструментам долгового рынка, показатель оборачиваемости рынка облигаций также уменьшается: если в 2009 г. он составлял 119 %, в 2013 г. — 129 %, то в 2017 г. — лишь 48 %. Если сравнивать с уровнем 2009 г., то отмечается уменьшение ликвидности внутреннего рынка акций в 3,9 раза, рынка облигаций — в 2,3 раза<sup>8</sup>.

Ухудшение структуры клиентских счетов означает снижение активности клиентов, а также неравномерное распределение инвестиционного потенциала среди них. По статистике Московской биржи, активными, т. е. такими, по которым была совершена хотя бы одна операция в месяц, являются 5,8 % счетов физических лиц и 4,1 % счетов юридических лиц. По оценке специалистов, только пятая часть действующих клиентов фондового рынка обладает инвестиционным потенциалом [16]. Фактически за этот небольшой круг активных и ресурсоемких клиентов, общее количество которых можно оценить в 90–110 тыс., идет основная конкурентная борьба между российскими профпосредниками.

### ВЕДУЩИЕ ОПЕРАТОРЫ РОССИЙСКОГО ФОНДОВОГО РЫНКА

Опыт функционирования российского фондового рынка в условиях нестабильности национальной финансовой системы показывает, что в долгосрочной перспективе на данном рынке могут находиться только надежные и финансово устойчивые компании. Как правило, это крупные высококапитализированные организации — корпорации, коммерческие банки и финансово-промышленные группы, которые имеют развитую технологическую и инфраструктурную среду для участия в биржевых торгах. Наличие финансовых, технологических и интеллектуальных ресурсов обуславливает возможность выполнения такими компаниями функций операторов фондового рынка, т. е. хозяйствующих субъектов, осуществляющих многочисленные сделки по купле-продаже ценных бумаг как за свой счет, так и за счет клиентов.

В табл. 3 представлен рейтинг ведущих операторов по объему собственных сделок с ценными бумагами в разрезе трех важнейших секторов российского фондового рынка.

<sup>7</sup> Статистика по клиентам / Официальный сайт Московской биржи (<http://www.moex.com/s719>).

<sup>8</sup> Российский фондовый рынок: первое полугодие 2017 года. События и факты.

## Крупнейшие операторы российского фондового рынка в 2017 г.

Рынок акций		Рынок корпоративных облигаций		Рынок ОФЗ	
Наименование компании и место в рейтинге	Объем сделок, млрд руб.	Наименование компании и место в рейтинге	Объем сделок, млрд руб.	Наименование компании и место в рейтинге	Объем сделок, млрд руб.
1. ФГ «БКС»	4237	1. Группа банка «ФК Открытие»	1006	1. ПАО «Банк ВТБ»	1193
2. Группа банка «ФК Открытие»	2346	2. ООО «ИК Велес Капитал»	733	2. ООО «ИК Велес Капитал»	1058
3. АО «ФИНАМ»	1302	3. Банк ГПБ (АО)	545	3. ПАО «Сбербанк России»	1049
4. ООО «Ренессанс Брокер»	1276	4. ООО «БК Регион»	518	4. АО «Банк Кредит Свисс (Москва)»	940
5. ПАО «Банк ВТБ»	1118	5. ПАО «Банк ВТБ»	437	5. Банк ГПБ (АО)	934
6. ПАО «Сбербанк России»	1118	6. ПАО «Сбербанк России»	433	6. АО КБ «Ситибанк»	633
7. ООО «Кредит Свисс Секьюритиз (Москва)»	729	7. ПАО «Промсвязьбанк»	364	7. ПАО «Промсвязьбанк»	520
8. АО «ИК «Ай Ти Инвест»	637	8. ПАО «Совкомбанк»	340	8. АО «Россельхозбанк»	482
9. ООО «Меррилл Линч Секьюритиз»	444	9. «АЛОР Брокер» (ООО «АЛОР+»)	310	9. АО «ЮниКредит Банк»	439
10. ООО «Атон»	394	10. «КИТ Финанс» (ПАО)	230	10. ООО «Морган Стэнли Банк»	363

Примечание: объемы сделок представлены по всем режимам торгов.

Источник: составлено автором по данным: Ведущие операторы фондового рынка (<https://www.moex.com/a2750>).

Следует выделить две значимые тенденции развития сегмента профессиональных посредников фондового рынка в России: усиление давления банковского сектора на рынок небанковских финансовых услуг и растущая концентрация секторов фондового рынка.

Как отмечают специалисты, в России сформировалась смешанная модель организованного рынка ценных бумаг, характеризующаяся тем, что на нем работают как специализированные профессиональные участники рынка, так и коммерческие банки [17, с. 12]. Укрупнение капитала и интеграция различных видов финансовой деятельности, о которых говорилось выше, объективно приводит к постепенному усилению влияния банковского института на фондовом рынке. Наиболее резкий подъем доли банковского сектора в оборотах биржевого рынка наблюдался в 2012 г. вследствие повышения биржевой активности таких участников, как Банк России и Сбербанк, переключивших на себя почти 40 % оборотов по сделкам с облигациями.

На сегодняшний день кредитные организации занимают 47,7 % в общем количестве профессиональных посредников фондового рынка (для сравнения: в 2011 г. их доля составляла 40 %). В 2017 г. доля банков<sup>9</sup> в общем объеме операций с акциями оценена в 24,3 %, в операциях с корпоративными облигациями – 52,5 %, с ОФЗ – 77,5 %<sup>10</sup>.

За период 2010–2017 гг. наряду со снижением количества профессиональных посредников объективно повышался уровень концентрации трех важнейших секторов фондового рынка – рынков акций, корпоративных облигаций и ОФЗ. Рыночная доля десяти крупнейших игроков на рынке акций достигает почти 75 %, на рынке корпоративных облигаций – 62 %, на рынке ОФЗ – 64 %. Как показывают данные за последние несколько лет, состав крупнейших участников секторов существенно не меняется, меняется лишь место в рейтинге отдельных игроков. Так, по сравнению с 2016 г. в 2017 г. из десятки крупнейших участников на рынке акций вышли «АЛОР Брокер» и ИК «Церих Кэпитал

<sup>9</sup> Без учета Группы банка «ФК Открытие».

<sup>10</sup> Ведущие операторы фондового рынка / Официальный сайт Московской биржи.

Менеджмент», уступив свои места «Меррил Линч Секьюритиз» и «Атону». На рынке облигаций вместо ВТБ в первую десятку вошел Россельхозбанк.

Рассматривая фондовый рынок в целом, можно отметить достаточно умеренный уровень рыночной концентрации. В десятку абсолютных лидеров по совокупным оборотам фондового рынка, включающим объемы сделок с акциями и облигациями, входят ФГ «БКС», Группа банка «ФК Открытие», ВТБ, Сбербанк России, «ИК Велес Капитал», Газпромбанк, «Кредит Свисс Секьюритиз (Москва)», «Ренессанс Брокер», «ФИНАМ» и Промсвязьбанк с суммарной рыночной долей 60 %. Доля ФГ «БКС» — участника с максимальным удельным весом в биржевых оборотах с ценными бумагами — составляет 11,9 %.

Динамика индекса Херфиндаля — Хиршмана (ИНН), рассчитанного по совокупному объему сделок профпосредников с акциями и облигациями, за период 2010–2017 гг. не имеет четко выраженной тенденции и во многом зависит от степени влияния банковского сектора и крупнейших небанковских участников. После 2013 г. наблюдается относительно равномерное распределение долей участников рынка, в результате чего ИНН снизился с 783 в 2013 г. до 438 в 2017 г. (рис. 2).

Рисунок 2

**Уровень концентрации российского фондового рынка по совокупному объему сделок с акциями и облигациями за 2010–2017 гг.**



Источник: рассчитано автором по данным: Российский фондовый рынок. 2016 г.; Ведущие операторы фондового рынка.

**КЛИЕНТСКИЕ ОПЕРАЦИИ ПРОФЕССИОНАЛЬНЫХ ПОСРЕДНИКОВ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

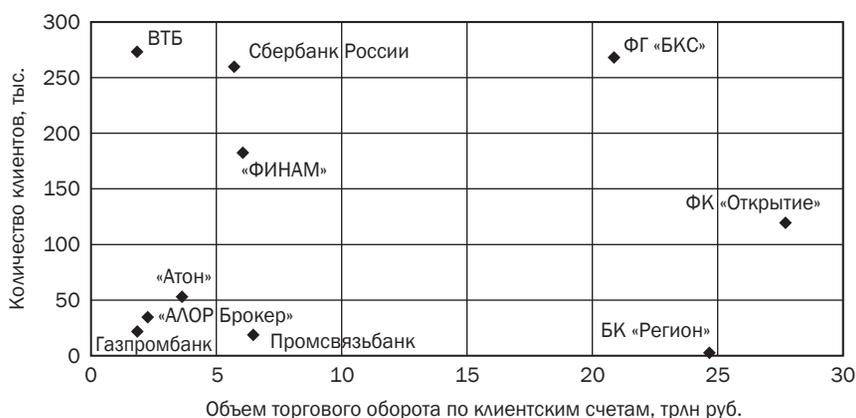
Масштабы операций с клиентами являются важным показателем рыночной привлекательности профпосредников для розничных клиентов — инвесторов из числа физических и юридических лиц, включая иностранных. Действуя по принципу супермаркета, современные финансовые группы достигают эффекта масштаба от реализации широкого спектра услуг, в частности, пользуются возможностями наращивания оборотов брокерско-дилерской деятельности за счет клиентов, привлекаемых из других сфер обслуживания (например, банковского). Это способствует экономии издержек в расчете на одного клиента и тем самым повышает компенсаторные свойства финансового организма: чем больше видов деятельности, тем комплекснее и эффективнее работает предприятие.

Несмотря на прозрачную статистику объемов финансовых операций на российском фондовом рынке, достаточно трудно выделить среди его профессиональных посредников бесспорного лидера в части розничных финансовых услуг. Одни компании активно

открывают клиентам брокерские счета, но не являются лидерами по объему торгового оборота, например, ВТБ, Альфа-Банк, «Атон», «АЛОР Брокер», «КИТ Финанс», «Инвестиционная палата» и др. Другие компании, наоборот, обеспечивают значительные обороты при сравнительно небольшом количестве клиентов, в частности, БК «Регион», «Ренессанс Брокер», «Универ Капитал», Совкомбанк, ИК «Велес Капитал», ИФК «Метрополь», «Ронин» и т. д.<sup>11</sup> И открытие счетов, и обеспечение оборотов по ним — основа для получения доходов профессиональными посредниками. Путем ранжирования компаний по количеству зарегистрированных клиентов и объему оборотов по клиентским счетам за 2017 г. были выделены десять профпосредников, наиболее активно работающих с клиентами-инвесторами. По обоим указанным параметрам данные профпосредники входят в список 25 крупнейших брокерско-дилерских компаний России (рис. 3).

Рисунок 3

**Позиции крупнейших профессиональных посредников фондового рынка по количеству клиентов и объему оборотов по клиентским счетам, 2017 г.**



Источники: составлено автором по данным: Ведущие операторы фондового рынка.

Среди представленных на рис. 3 позиций выделяются пять, расположенных в верхнем и правом сегментах координатной плоскости, — это лидеры 2017 г., наиболее часто выбираемые инвесторами для работы на фондовом рынке: ФГ «БКС», ФК «Открытие», Сбербанк России, «ФИНАМ» и ВТБ. По итогам 2017 г. данная пятерка компаний занимает в совокупности более трети в общем объеме клиентских сделок на российском фондовом рынке и аккумулирует у себя 55,9 % всех клиентов, в том числе 70,2 % активных. Следует отметить, что данные компании удерживают свое лидерство не первый год. Более мелким компаниям, безусловно, трудно выдерживать конкуренцию с такими «акулами» фондового рынка, и они в своем большинстве занимают позиции последователей, отражаемых в левом нижнем углу координатной плоскости.

Вместе с тем индекс Херфиндала — Хиршмана, рассчитанный по объему клиентских сделок на фондовом рынке, показывает умеренную рыночную концентрацию, сохраняющуюся на протяжении последних пяти лет (табл. 4).

Таким образом, рынок розничных услуг профессиональных посредников РЦБ представляет собой монополистическую конкуренцию, характеризующуюся большим количеством компаний на рынке, которые в соответствии со своими финансовыми возможностями используют те или иные методы ценовой и неценовой конкуренции.

<sup>11</sup> Ведущие операторы фондового рынка / Официальный сайт Московской биржи.

**Уровень концентрации российского фондового рынка по объему оборотов по клиентским счетам за 2013–2017 гг.**

Показатель	2013	2014	2015	2016	2017
ИНН фондового рынка по объему клиентских операций	897	1035	912	830	912
Доля участника с максимальным удельным весом в объеме клиентских оборотов, %	19,8	22,2	20,7	16,5	18,1
Лидеры по операциям с клиентами-инвесторами, начиная с крупнейшего	«Открытие», Сбербанк России, ФГ «БКС»	«Открытие», ФГ «БКС», Сбербанк России	«Открытие», Ренессанс Брокер», ФГ «БКС»	ФГ «БКС», «Открытие», «Ренессанс Брокер»	БК «Регион», «Открытие», «Универ Капитал»

Источники: рассчитано и составлено автором по данным: Ведущие операторы фондового рынка (<https://www.moex.com/ru/spot/members-rating.aspx>).

В то же время сильное доминирование нескольких лидеров придает рынку черты мягкой дифференцированной олигополии с ценообразованием и поведением участников по типу «следование за лидерами». Олигополистические черты оказывают непосредственное влияние на участников рынка, создавая трудности для компаний с небольшими масштабами деятельности и для новых компаний. С другой стороны, ведущие профессиональные посредники по мере своего развития и закрепления за собой четкой рыночной ниши на протяжении 1990–2010-х гг. превратились из простых брокерско-дилерских компаний в «устойчивые институты финансового рынка с прочной капитальной базой и высокой операционной способностью» [18, с. 53]. Так, финансовые группы «БКС», «Открытие», «ФИНАМ», «Ренессанс» и другие на сегодняшний день включают в себя банковские, брокерско-дилерские, страховые и другие виды учреждений, оказывающие практически полный перечень услуг, связанных с финансовым посредничеством. Позиции данных компаний в будущем будут зависеть как от макроэкономических факторов, так и от результативности методов конкурентной борьбы, главным образом от степени привлекательности условий, создаваемых для частных клиентов.

**ВЫВОДЫ И ПЕРСПЕКТИВЫ ДАЛЬНЕЙШИХ ИССЛЕДОВАНИЙ**

Исследование современного фондового рынка, а также места и роли на нем профессиональных посредников позволяет сделать следующие выводы.

1. Профессиональные посредники являются важнейшими участниками фондового рынка. Их значимость обусловлена теми функциями, которые они выполняют в рамках национальной финансовой системы: мобилизация и перераспределение сбережений, стимулирование развития рынка и предпринимательской деятельности, расширение возможностей получения дополнительных доходов населением и т. д.

2. В настоящее время российский фондовый рынок значительно уступает банковскому сектору по возможности генерировать капитал. Доля активов профессиональных посредников в ВВП России неизмеримо меньше, чем доля в ВВП банковского сектора. В ближайшее время нет объективных оснований для сокращения этой разницы.

3. Количество организаций-профпосредников на российском фондовом рынке с 2008 г. имеет постоянную тенденцию к сокращению, что вызвано как общерыночными причинами, так и достаточно жестким регулированием организаций — профессиональных участников в части формирования собственного капитала. К основным макроэкономическим рискам развития деятельности профпосредников можно отнести низкую степень доверия частных клиентов к фондовому рынку (по сравнению с банковским сектором), относительно

низкую степень отдачи на вложенный капитал и в целом нестабильность российского фондового рынка как национальной институциональной структуры.

4. Макроэкономические риски формируют ситуацию, когда большинство частных инвесторов доверяют фондовому рынку относительно небольшие деньги ради краткосрочной спекулятивной прибыли и получения пассивного дохода от дивидендов и операций с облигациями. За последние годы число инвесторов на российском фондовом рынке возросло, однако средний объем оборотов по клиентским счетам, открытым у профпосредников, не увеличивается.

5. Ведущими профессиональными посредниками российского фондового рынка являются известные крупные компании, коммерческие банки и финансово-промышленные группы, в том числе «Открытие», БКС, Сбербанк России, ВТБ и др. Кредитные организации занимают существенную долю как в общем количестве профпосредников на фондовом рынке (48 %), так и в оборотах рынка (47 %).

6. В текущем десятилетии российский фондовый рынок характеризуется достаточно мягкой концентрацией по совокупному объему сделок с акциями и облигациями и умеренной концентрацией по объему клиентских операций. Рынок услуг профпосредников представляет собой монополистическую конкуренцию, однако явное доминирование нескольких лидеров придает рынку черты мягкой дифференцированной олигополии.

Важными аспектами изучения деятельности профессиональных посредников на фондовом рынке являются факторы конкурентоспособности и особенности их клиентской политики. Данные аспекты станут предметом наших дальнейших исследований.

## **Библиография**

1. Schumpeter J. A. The Theory of Economic Development. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.
2. Vagehot W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (1962 Edition).
3. Финансовые институты и экономическое развитие / Отв. ред. Д. В. Смыслов. М.: ИМЭМО РАН, 2006. 195 с.
4. Cournepe B., Denk O., Hoeller P. Finance and Inclusive Growth // OECD Economic Policy Paper. 2015. № 14.
5. Боженко С. Российский фондовый рынок в кризисных условиях: задачи восстановления и модернизации // Вестник Института экономики Российской академии наук. 2008. № 4. С. 326–339.
6. Костиков И. В., Беляев М. К. Российский фондовый рынок: экономика должна быть инвестиционной // МИР (Модернизация. Инновации. Развитие). 2011. № 6. С. 32–37.
7. Данилов Ю. А., Абрамов А. Е., Буклемишев О. В. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора. М.: ЦСР РАНХиГС, 2017. 106 с.
8. Бердникова Т. Б. Рынок ценных бумаг: прошлое, настоящее, будущее: монография. М.: ИНФРА-М, 2015. 397 с.
9. Галанов В. А. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов. М.: ИНФРА-М, 2014. 378 с.
10. Рынок ценных бумаг: учебник для студентов вузов / Под ред. Е. Ф. Жукова. 3-е изд. М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2013. 567 с.
11. Горловская И. Г. Особенности и проблемы развития предпринимательства на российском рынке ценных бумаг // Вестник СибАДИ. 2011. № 21. С. 86–93.
12. Швин М. В. Теоретические основы брокерско-дилерской деятельности как вида финансового предпринимательства // Омский научный вестник. 2010. № 2 (86). С. 96–99.
13. Фиолетов Е. Б. Интеграция брокерской и дилерской деятельности на российском рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. 2007. № 47 (287). С. 38–41.
14. Берзон Н. И., Столяров А. И., Теплова Т. В. Российский финансовый рынок: вызовы, проблемы и перспективы / Материалы XVII Международной научной конференции по проблемам развития экономики и общества. М.: Изд-во НИУ ВШЭ, 2016. URL: <https://conf.hse.ru/2016/reports>.
15. Абрамов А. Е., Радыгин А. Д., Чернова М. И. Регулирование финансовых рынков: модели, эволюция, эффективность // Вопросы экономики. 2014. № 2. С. 33–49.
16. Абрамов А. Подходы к разработке современной стратегии развития финансового посредничества в России // Экономическая политика. 2010. № 2. С. 95–113.
17. Прянишникова М. В. Основные подходы к типологизации организованных рынков ценных бумаг // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2015. № 3 (237). С. 9–20.
18. Кудачова С. У. Аспекты деятельности и перспективы развития брокерско-дилерских компаний // Вестник магистратуры. 2013. № 9 (24). С. 51–55.

E. V. Krasova

## Professional Intermediaries in the Russian Stock Market: Conditions and Trends of Development

### Author's affiliation:

**Elena V. Krasova** (e-mail: elena\_krasova@rambler.ru), Vladivostok State University of Economics and Service, Vladivostok 690041, Russian Federation

### Abstract

The article is devoted to the actual issues in development of professional intermediaries in the Russian stock market. The author considers the conditions under which professional intermediaries operate and the trends of their development in recent years. The research methodology is based on the modern theory of securities market and the concept of effective development of stock markets. The article substantiates the role and the place of professional stock market intermediaries in the modern financial system of Russia, shows the dynamics and structure of the number of intermediary companies. It also studies the macroeconomic risks of their development, presents the rating of the leading intermediaries by the volume of transactions in the Russian stock market and analyzes the level of concentration as the most important characteristic of the professional intermediaries' market.

### Keywords:

professional intermediaries, professional participants in the stock market, Russian stock market, stock market instruments, financial and industrial groups, banking sector in stock market, concentration of stock market

**JEL:** G10

### References

1. Schumpeter J.A. The Theory of Economic Development. Cambridge, MA: Harvard University Press, 1934.
2. Bagehot W. Lombard Street. Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1873 (1962 Edition).
3. Financial Institutions and Economic Development. Ed. by D. V. Smyslov. Moscow: IMEMO Publ., 2006. 195 p.
4. Cournede B., Denk O., Hoeller P. Finance and Inclusive Growth. *OECD Economic Policy Paper*, 2015, no. 14.
5. Bozhenko S. The Russian Stock Market in Crisis Conditions: the Tasks of Restoration and Modernization. *Vestnik Instituta ekonomiki Rossiyskoy akademii nauk – Bulletin of the Institute of Economics of RAS*, 2008, no. 4, pp. 326–339.
6. Kostikov I. V., Belyaev M. K. The Russian Stock Market: the Economy Should Be Investment. *MIR (Modernizatsiya. Innovatsii. Razvitiye) – MIR (Modernization, Innovation, Development)*, 2011, no. 6, pp. 32–37.
7. Danilov Yu. A., Abramov A. E., Buklemishev O. V. Reform of Financial Markets and Non-Banking Financial Sector. Moscow: CSR Publ., 2017. 106 p.
8. Berdnikova T. B. Securities Market: Past, Present, Future: Monograph. Moscow: INFRA-M Publ., 2015, 397 p.
9. Galanov V. A. Securities Market: the Textbook for University Students. Moscow: INFRA-M Publ., 2014, 378 p.
10. Securities Market: the Textbook for Students in Economics. Ed. by E. F. Zhukov. Moscow: YUNITI-DANA Publ., 2013, 567 p.
11. Gorlovskaja I. G. Features and Problems of Business Development in the Russian Securities market. *Vestnik SibADI – The Bulletin of SibADI*, 2011, no. 21, pp. 86–93.
12. Shvin M. V. Theoretical Fundamentals Broker and Dealer Business as a Kind of Financial Private Enterprise. *Omskiy Nauchnyy Vestnik – The Omsk Scientific Bulletin*, 2010, no. 2 (86), pp. 96–99.
13. Fioletov E. B. Integration of Broker and Dealer Activities in the Russian Securities Market. *Finansy i Kredit – Finance and Credit*, 2007, no. 47 (287), pp. 38–41.
14. Berzon N. I., Stoljarov A. I., Teplova T. V. The Russian Financial Market: Challenges, Problems and Prospects. Materials of the XVII International Scientific Conference on the Development of Economics and Society of the Higher School of Economics in Russian Federation, April 2016. Available at: <https://conf.hse.ru/2016/reports>.
15. Abramov A. E., Radygin A. D., Chernova M. I. Regulation of Financial Markets: Models, Evolution, Efficiency. *Voprosy Ekonomiki*, 2014, no. 2, pp. 33–49.
16. Abramov A. Approaches to the Elaboration of a Modern Strategy for Development of Financial Intermediation in Russia. *Ekonomicheskaya Politika – Economic Policy*, 2010, no. 2, pp. 95–113.
17. Pryanishnikova M. V. Main Approaches to Classification of the Organized Securities Markets. *Finansovaya analitika: problemy i resheniya – Financial Analytics: Science and Experience*, 2015, no. 3 (237), pp. 9–20.
18. Kudakova S. U. Aspects of Activity and Prospects for Development of Broker-dealer Companies. *Vestnik Magistratury – The Magistrate's Bulletin*, 2013, no. 9 (24), pp. 51–55.