

Научная статья

УДК 336.76

DOI: 10.25683/VOLBI.2024.69.1119

Dmitry Alexandrovich Slyunyaev

Postgraduate of the Department of Financial and Management
Risks, field of training 5.2.4 — Finance,
Siberian Federal University
Krasnoyarsk, Russian Federation
ds2095@mail.ru

Дмитрий Александрович Слюняев

аспирант кафедры финансов и управления рисками, направле-
ние подготовки 5.2.4 — Финансы,
Сибирский федеральный университет
Красноярск, Российская Федерация
ds2095@mail.ru

ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ РИСКИ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

5.2.4 — Финансы

Аннотация. В статье проводится анализ новых рисков, возникших на российском фондовом рынке в 2022—2023 гг. в результате санкций и блокировки иностранных активов российских инвесторов. Цель исследования заключается в выявлении особенностей нового типа рисков и разработке методов их количественной оценки и стратегий управления. Особое внимание уделяется политическим и юридическим факторам, влияющим на возникновение данных рисков. Вводится термин «институциональные риски» для обозначения угроз, связанных с блокировкой активов, что расширяет теорию управления рисками на фондовом рынке.

Блокировка активов стала неожиданным вызовом для российских инвесторов, многие из которых столкнулись с невозможностью управления своими инвестициями. Общий объем заблокированных активов оценивался в 6 трлн руб. на конец 2022 г., что затронуло более 5 млн частных инвесторов.

Исследование акцентирует внимание на том, что традиционные категории финансовых рисков, такие как рыночные, системные или инфраструктурные, не могут в полной мере объяснить блокировку активов. Основное

отличие институциональных рисков состоит в их одновременном влиянии на инфраструктуру фондового рынка и политической природе, а также в невозможности устранения их воздействия через обычные методы диверсификации портфеля.

В статье также предложены направления для дальнейших исследований, включая разработку методов количественной оценки институциональных рисков и стратегий управления этими угрозами. Автор подчеркивает, что введение новой категории рисков расширяет существующую теорию рисков на фондовом рынке, добавляя аспект политически обусловленных угроз. Основная значимость работы заключается в том, что она предоставляет инвесторам и финансовым институтам новые ресурсы для управления активами в условиях санкций и политической нестабильности.

Ключевые слова: фондовый рынок, инфраструктурные риски, санкции, санкционные риски, институциональные риски, блокировка активов, иностранные активы, торгуемый на бирже фонд / ETF, биржевой паевой инвестиционный фонд / БПИФ, иностранные акции

Для цитирования: Слюняев Д. А. Институциональные риски на российском фондовом рынке // Бизнес. Образование. Право. 2024. № 4(69). С. 56—63. DOI: 10.25683/VOLBI.2024.69.1119.

Original article

INSTITUTIONAL RISKS ON THE RUSSIAN STOCK MARKET

5.2.4 — Finance

Abstract. The article analyses the new type of risks that arose in the Russian stock market in 2022-2023 as a result of sanctions and blocking of foreign assets of Russian investors. The purpose of the study is to identify the characteristics of this new type of risks and develop methods for their quantitative assessment and management strategies. Particular attention is paid to political and legal factors influencing the occurrence of these risks. The term “institutional risks” is introduced to refer to the threats associated with the blocking of assets, which expands the theory of risk management in the stock market.

The asset blocking became an unexpected challenge for Russian investors, many of whom faced the inability to manage their investments. The total value of blocked assets was estimated at 6 trillion rubles by the end of 2022, affecting more than 5 million private investors.

The study highlights that traditional categories of financial risks, such as market, systemic or infrastructure, cannot fully

explain asset freezes. The main difference between institutional risks is their simultaneous impact on the stock market infrastructure and political nature, as well as the impossibility of eliminating their impact through conventional methods of portfolio diversification.

The article also suggests directions for future research, including the development of methods for quantifying institutional risks and strategies for managing these threats. The author emphasizes that the introduction of a new category of risks expands the existing theory of risks in the stock market, adding the aspect of politically motivated threats. The main significance of the work is that it provides investors and financial institutions with new resources for managing assets in conditions of sanctions and political instability.

Keywords: stock market, infrastructure risks, sanctions, sanction risks, institutional risks, asset blocking, foreign assets, exchange-traded fund / ETF, exchange-traded mutual fund / ETMF, foreign stocks

For citation: Slyunyaev D. A. Institutional risks on the Russian stock market. *Biznes. Obrazovanie. Pravo = Business. Education. Law.* 2024;4(69):56—63. DOI: 10.25683/VOLBI.2024.69.1119.

Введение

Актуальность. В 2022—2023 гг. российские инвесторы столкнулись с новым риском, который ранее не возникал на современных западных или отечественных фондовых рынках. Причиной возникновения данного риска послужила блокировка возможности покупки и продажи иностранных ценных бумаг, размещенных на Московской и Санкт-Петербургской биржах, в результате введения международных санкций на инфраструктурные институты российского фондового рынка.

По большей части блокировка коснулась:

1) биржевых паевых инвестиционных фондов и торговых на бирже фондов (англ. *exchange-traded fund*, далее — *ETF*) на иностранные биржевые индексы (например, индекс *S&P500*, *MSCI USA* и др.);

2) иностранных акций, размещенных на Московской и Санкт-Петербургской бирже, большая часть акций входила в индекс *S&P500*;

3) еврооблигаций российских компаний и Министерства финансов, размещенных на Московской бирже (не рассматриваются в данной статье, т. к. для еврооблигаций государством был разработан инструмент под названием замещающие облигации, позволяющий без потерь заместить заблокированные бумаги).

Общий объем заблокированных средств на конец 2022 г. оценивался до 6 трлн руб., из них около 20 % распределены между 5 млн частных российских инвесторов.

На текущий момент отсутствуют какие-либо данные о сроках и возможности полной разблокировки оставшейся части средств инвесторов.

Актуальность данного исследования обусловлена рядом факторов:

1. С ростом глобализации инвесторы активно диверсифицируют свои портфели, приобретая активы в различных юрисдикциях. Это делает их уязвимыми к политическим и экономическим рискам, включая новые риски блокировки, которые могут ограничить доступ к иностранным активам.

2. В последние годы мы наблюдаем рост количества санкционных режимов, вводимых различными странами. Эти меры могут существенно влиять на доступ к финансовым рынкам и активам, что вынуждает инвесторов всё чаще обращать внимание на данный фактор при инвестировании. Также многие регуляторные органы требуют от финансовых институтов учета различных видов рисков, включая санкционные, в своих отчетах и стратегиях управления рисками.

3. Вышеуказанные факторы приводят к тому, что инвесторы нуждаются в надежных методах оценки риска блокировки собственных активов для эффективного управления своими портфелями. Понимание и оценка данного нового типа рисков способствуют разработке эффективных стратегий защиты.

Таким образом, актуальность исследования заключается в необходимости исследования нового типа рисков, возникших на российском фондовом рынке в результате международных санкций, наложенных в 2022—2023 гг. Блокировка иностранных активов российских инвесторов на Московской и Санкт-Петербургской фондовых биржах выявила новые риски, которые до этого не рассматривались в традиционной теории рисков. Настоящее исследование направлено на изучение этих рисков.

Изученность проблемы. В научной литературе существует множество подходов к классификации финансовых рисков. Основные из них:

1. *Рыночный риск.* Согласно работам Ф. Фабоцци и С. Манна можно понимать рыночный риск как потенциальные финансовые потери, возникающие вследствие колебаний рыночных цен на активы [1].

2. *Кредитный риск.* В работе А. Фараза и Н. Кекашан кредитный риск определяется как одной из основных угроз, с которыми сталкиваются финансовые учреждения. Кредитный риск может проявляться в угрозах финансовых убытков, вызванных неспособностью партнера или контрагента выполнить свои финансовые обязательства [2].

3. *Финансовый риск.* А. М. Сайед и Х. С. Бавазир определяют финансовый риск как всё, что связано с движением денег в бизнес и из него, или с риском каких-либо финансовых потерь для компании. Он включает рыночный риск, кредитный риск, риск ликвидности, операционный риск и юридический риск [3].

4. *Политический риск.* С. Джонсон в своих работах утверждает, что политический риск является одним из наиболее часто обсуждаемых международных рисков, как правило политические риски включают влияние политических событий и решений на экономику и бизнес [4].

Существует множество метрик для оценки рисков активов на фондовом рынке. Наиболее известные и часто используемые:

1. Стандартное отклонение — мера разброса доходностей актива вокруг его среднего значения. Чем выше стандартное отклонение, тем выше волатильность актива. Применение стандартного отклонения в контексте оценки риска восходит к работам Гаусса в XIX в., однако в финансовой аналитике его популяризировал Г. Марковиц в своей теории портфеля [5].

2. Бета-коэффициент отражает уровень систематического риска финансового актива относительно общего состояния рынка. Если показатель превышает единицу, это свидетельствует о том, что данный актив характеризуется большей волатильностью по сравнению с рыночными стандартами. В противоположном случае, когда значение оказывается ниже единицы, актив показывает меньшую волатильность. Концепция была разработана У. Шарпом в рамках его модели оценки стоимости финансовых активов (*CAPM*) [6].

3. *Value at Risk (VaR)* — мера потенциальных потерь на определенном уровне доверия и в заданный временной горизонт. Например, *VaR* на 5 %-м уровне доверия означает, что есть 5 %-я вероятность потерь, превышающих значение *VaR*. Широко применяется в финансовой индустрии с 1990-х гг. благодаря работам *JP Morgan* и *RiskMetrics* [7].

4. *Conditional Value at Risk (CVaR)* — мера ожидаемых потерь, превышающих значение *VaR*. Более консервативная оценка риска по сравнению с *VaR*. Развита и популяризирована Р. Роккафеллером [8].

5. *Sharpe Ratio* — показатель доходности, скорректированной на риск. Рассчитывается как отношение избыточной доходности (доходности сверх безрисковой ставки) к стандартному отклонению. Разработан У. Шарпом [9].

6. *Sortino Ratio* — модификация *Sharpe Ratio*, которая учитывает только негативные отклонения от целевой доходности или безрисковой ставки, игнорируя положительные отклонения. Разработан Ф. Сортино [10].

7. *Treynor Ratio* — мера доходности, скорректированной на систематический риск (бета-коэффициент). Разработан Дж. Трейнором [11].

Разумеется, это далеко не полный список количественных показателей для оценки рисков на фондовом рынке. Тем не менее, как можно видеть, большая часть работ, посвященных анализу и оценке рыночных рисков различных биржевых активов, фокусируется на изменении цены актива и сравнении с различными бенчмарками. Наступление риска блокировки актива, т. е. полной потере права распоряжаться активом не оценивалось вышеприведенными авторами.

Иными словами, традиционные категории рисков не учитывают специфики риска, который возникает вследствие политических решений и международных санкций, направленных на блокировку активов инвесторов. Данные риски сочетают элементы рыночного, кредитного и операционного рисков, но имеют следующие уникальные характеристики:

1. Политическая обусловленность — санкционный риск напрямую зависит от политических решений, а не только от экономических факторов.

2. Введение санкций является внешним воздействием на рынок, которое не может быть предсказано на основе внутренних рыночных данных.

3. Санкции могут привести к замораживанию или полной потере активов, что не характерно для других типов рисков.

Исследование санкционного риска и его влияния на финансовую инфраструктуру является относительно новым направлением в финансовой аналитике и управлении рисками. Хотя существуют работы, посвященные отдельным аспектам санкций и их влиянию на финансовые рынки, целостное и системное исследование этого вопроса всё еще находится на этапе формирования.

Академические работы в области санкционного риска начали активно развиваться с увеличением количества международных санкционных режимов, особенно после кризисов и конфликтов последних десятилетий.

Санкционный риск и его влияние на экономику и финансовые рынки обсуждается в ряде исследований, касающихся международных санкций:

1. В исследовании *Morgan Stanley* анализируется влияние международных санкций на российский финансовый рынок. По результатам исследования выявлено, что на логарифмическую доходность индекса РТС существенное влияние оказывают цены на нефть и индекс *S&P500*. Введенные в 2022—2024 гг. санкции не оказали статистически значимого прямого воздействия на фондовый или валютный рынок [12].

2. Г. Хафбауэр, Дж. Шотт, К. Эллиот совместно проводят анализ эффективности экономических санкций и их влияния на цели и результаты внешней политики, подчеркивая важность оценки долгосрочных последствий санкций [13].

3. Т. Пала в своем исследовании предлагает более широкое размышление о текущем и историческом дискурсе, связанном с анализом эффективности экономических санкций. В статье делается вывод, что универсальные метрики для измерения эффективности вряд ли достижимы из-за невозможности сравнивать события современной истории без учета контекста [14].

Эти исследования дают понимание того, как санкции влияют на экономику и компании, однако они не предлагают детального анализа и методов управления рисками,

связанных с введением санкций, на уровне индивидуальных инвесторов и инвестиционных портфелей.

Обзор научной литературы показывает, что исследование рисков блокировки активов инвесторов на фондовом рынке является относительно новой областью исследований, которая не полностью охвачена существующими работами в области финансовых рисков. Работы, фокусирующиеся на инфраструктурных аспектах санкционного риска и их количественной оценке, остаются ограниченными.

Таким образом, существуют области, которые требуют более глубокого изучения:

1. Идентификация и теоретическое обоснование новых рисков связанных с блокировкой активов инвесторов на фондовом рынке в результате введения санкций.

2. Исследование влияния новых рисков блокировки на биржи, депозитарии и другие финансовые институты, формирующие инфраструктуру фондового рынка.

3. Количественная оценка рисков блокировки активов.

4. Разработка и тестирование новых стратегий для защиты инвесторов и финансовых институтов от рисков блокировки активов.

Целесообразность разработки темы обусловлена тем, что в условиях глобализированной экономики инвесторы всё чаще сталкиваются с разнообразными рисками, связанными с политическими и экономическими изменениями в разных странах. Одним из таких рисков является риск, связанный с введением санкций и влиянием на доступ к финансовым активам через инфраструктурные элементы, такие как биржи и депозитарии.

В традиционных теориях управления рисками акцент делается на рыночных и инфраструктурных рисках, которые можно хеджировать с помощью диверсификации активов или использования производных финансовых инструментов. Однако новые риски, рассмотренные в данном исследовании, не поддаются таким методам управления, т. к. их природа связана с внешнеполитическими решениями, которые сложно предсказать или предотвратить.

Исследование данных рисков может стать неотъемлемой частью современной финансовой аналитики и риск-менеджмента. Данное исследование поможет инвесторам и финансовым институтам эффективно управлять своими портфелями в условиях глобальных политических и экономических изменений, разрабатывать стратегии защиты и соответствовать регуляторным требованиям. В конечном счете, разработка данной тематики способствует стабильности и устойчивости глобальных финансовых рынков.

Научная новизна исследования заключается в расширении существующей теории рисков на фондовом рынке путем разработки нового концептуального подхода к классификации рисков на фондовом рынке — введение новой категории рисков, вызванных политическими и юридическими решениями, которые не могут быть предсказаны или устранены традиционными методами финансового анализа и управления. Эти риски не зависят от рыночных факторов и являются прямым следствием внешнеполитических событий, таких как санкции.

Традиционные категории финансовых рисков, такие как рыночные, кредитные и инфраструктурные риски, не охватывают специфики данных угроз.

Введение новой категории рисков позволяет глубже понять последствия санкций для финансовой инфраструктуры и предложить новые инструменты для управления этими рисками.

В дальнейшем планируется количественная оценка данных рисков, анализ степени их влияния на инвестиционные портфели, а также разработка инновационных инструментов, снижающих степень их влияния и неблагоприятные последствия, что поможет в создании более точных и надежных стратегий управления рисками.

Цель данного исследования заключается в разработке и обосновании инновационных инструментов и методов, направленных на снижение влияния и неблагоприятных последствий нового типа рисков блокировки активов инвесторов на фондовом рынке, вызванных санкционными мерами и другими политико-экономическими факторами.

Задачи исследования:

1. Провести детальный анализ сложившейся ситуации на российском фондовом рынке, связанной с блокировкой активов российских инвесторов, исследование текущих тенденций и динамики, вызванных санкционными мерами и ограничениями на международном уровне.

2. Идентифицировать основные отличительные особенности нового типа рисков, связанного с блокировкой активов инвесторов на фондовом рынке.

3. Встраивание новой категории рисков в существующую систему рисков на фондовом рынке.

4. В дальнейшем планируется разработка и предложение количественных методов оценки данных рисков, а также превентивных мер, снижающих вероятность наступления или нивелирующих их последствия.

Теоретическая значимость данного исследования заключается в том, что исследование вносит вклад в теорию управления рисками на фондовом рынке, предлагая расширить классификацию рисков, путем внедрения новых типов рисков, связанных с блокировкой активов вследствие санкций. Данное нововведение позволяет усилить существующие концепции и модели, включив в них аспекты, ранее не учитывавшиеся в полной мере, что в свою очередь способствует более глубокому пониманию взаимодействия политических и экономических факторов, влияющих на финансовые рынки.

Практическая значимость данного исследования выражается в том, что представленные в работе подходы к идентификации нового типа рисков предоставляют практическим инвесторам и финансовым институтам возможность разрабатывать и применять более эффективные и специализированные стратегии для минимизации потенциальных потерь.

Результаты исследования могут быть использованы регуляторами и политическими органами для разработки политик и мер, направленных на укрепление устойчивости финансовых рынков в условиях санкционных ограничений. Это способствует более стабильной и предсказуемой финансовой среде.

Основная часть

Методология исследования основана на комплексном подходе, который включает в себя как качественные, так и количественные методы анализа.

Основные этапы исследования:

1. Сбор данных.
2. Количественный анализ.
3. Качественный анализ.

При проведении исследования были использованы вторичные данные следующих источников: аналитические обзоры ведущих инвестиционных компаний, статистиче-

ские данные официальных источников (Росстат, Московская биржа), публикации в специализированных СМИ («Коммерсант», РБК и др.). Кроме того, данное исследование опирается на ключевые работы российских и зарубежных авторов в области теории рисков. Был проведен анализ динамики фондового рынка на примере индекса Московской биржи и иностранных акций, котирующихся на Московской и Санкт-Петербургской биржах. Оценивалось изменение объемов торгов, ликвидности и капитализации рынка до и после введения санкций. Использовались данные о замораживании активов в *Euroclear* и *Clearstream*, чтобы понять масштаб блокировок и влияние на инвестиционные портфели российских инвесторов.

Результаты качественного анализа показали, что инвесторы и финансовые институты не были готовы к столь масштабной блокировке активов, что требует разработки новых методов управления и предсказания санкционных рисков. Полученные данные подтвердили существующие проблемы в теории рисков. Это послужило основой для обоснования и предложения дополнительного вида рисков к уже существующей классификации.

Результаты. Основная гипотеза данного исследования состоит в том, что риск, связанный с блокировкой активов инвесторов, представляет собой новый тип риска, который ранее не был широко изучен в истории российского и западных рынков. В случае подтверждения данной гипотезы крайне важно предложить обоснованную научную базу для встраивания данного типа рисков в существующую теорию.

Как известно, финансовые рынки постоянно сталкиваются с новыми вызовами, связанными с глобализацией и политическими изменениями. Одним из таких вызовов является риск блокировки активов инвесторов в результате санкционных мер. Этот риск особенно актуален для российских инвесторов в условиях текущей геополитической ситуации. В данном исследовании мы рассматриваем природу данного риска, анализируем его влияние на российский фондовый рынок и предлагаем возможные способы управления данными видом риска.

Для начала рассмотрим контекст.

Российский фондовый рынок начал формироваться в начале 1990-х гг. — после распада СССР и перехода к рыночной экономике. С тех пор рынок прошел через несколько этапов развития и кризисов, включая финансовый кризис 1998 г., глобальный экономический кризис 2008 г. и кризис, связанный с падением цен на нефть в 2014—2016 гг.

С начала 2022 г. российский фондовый рынок столкнулся с беспрецедентными вызовами, связанными с введением международных санкций в ответ на геополитические события. Эти санкции включали ограничения на доступ к международным финансовым рынкам и активам, а также блокировку активов российских граждан и компаний за рубежом.

Общий объем заблокированных средств на конец 2022 г. оценивался в 5,7 трлн руб., порядка 20 % данной суммы приходилось на розничных инвесторов (около 5 млн чел.). В 2023—2024 гг. предпринимались попытки разблокировки, и количество заблокированных активов снизилось до порядка 1,5 трлн руб. (с общим числом пострадавших частных инвесторов порядка 3,5 млн чел.) (<https://www.kommersant.ru/doc/5797429>).

Введение санкций привело к значительному падению основных фондовых индексов России в 2022—2023 гг.:

– в феврале 2022 г. индекс упал с уровня около 3 500 пунктов до около 2 000 пунктов в течение нескольких недель; в период с января 2022 г. по июль 2023 г. индекс Московской биржи снизился более чем на 35 %;

– индекс РТС, выраженный в долларах США, за этот период потерял более 50 %, что связано как с девальвацией рубля, так и с массовым выводом иностранного капитала.

В тот же период капитализация российского фондового рынка претерпела значительное снижение: рыночная стоимость акций, торгуемых на Московской бирже, упала с более чем 600 млрд долларов в начале 2022 г. до менее 400 млрд долларов в 2023 г. Снижение ликвидности, наряду с массовым выходом иностранных инвесторов, вызвало падение объемов торгов. Среднесуточный оборот операций с акциями на Московской бирже уменьшился с 100 млрд руб. в 2021 г. до 30–50 млрд руб. в 2022–2023 гг.

Кроме того, одним из последствий блокировки явилась потеря доверия среди инвесторов и снижение интереса к инвестициям в иностранные активы. Количество иностранных активов, с которыми можно совершать сделки на Московской и Санкт-Петербургской биржах, в значительной мере снизилось. Так, *FinEX*, один из наиболее крупных провайдеров *ETF* на Московской бирже, объявил о делистинге в августе 2023 г.

Анализ ситуации на российском фондовом рынке показывает, что санкции оказали значительное негативное влияние на российский фондовый рынок.

В контексте данного исследования наиболее важным является факт блокировки активов инвесторов.

Очевидно, что произошедшие события являются реализовавшимся риском. Постараемся выяснить, к какому типу рисков его можно отнести. Теория рисков глобально делит все риски на *рыночные*, т. е. связанные с возможными потерями инвестора вследствие изменения цен активов на рынке, и *нерыночные* — эта группа рисков не связана непосредственно с операциями и ценами на рынке.

Блокировка может быть отнесена к нерыночным рискам, т. к. первопричиной является не снижение цен или капитализации на рынке, а введение санкций извне и, как следствие, потеря возможности распоряжаться активами. И рыночные, и нерыночные риски могут быть разделены на систематические, несистематические и инфраструктурные риски.

Несистематические риски называются ввиду того, что события, приводящие к их реализации, связаны с ценой отдельного конкретного актива и практически не оказывают влияния на весь рынок (систему). Источниками их может быть как эмитент, так и сам инвестор. Фактически именно они определяют курсовую стоимость актива, которая является суммарной платой за все возможные для данного инструмента несистематические риски.

Систематические риски связаны с внешними факторами, которые оказывают влияние на экономику в целом и на весь фондовый рынок. В отличие от несистематических рисков, основная черта систематического риска заключается в том, что он воздействует на все активы одновременно. Его также называют не диверсифицируемым риском, поскольку даже при создании диверсифицированного портфеля, включающего множество активов, систематические риски продолжают присутствовать, обеспечивая минимальный уровень риска, который невозможно устранить путем диверсификации.

Инфраструктурные, или технические, риски не связаны с изменениями на рынке в связи с экономической ситуацией

и динамикой курсов активов. Их возникновение связано с техническими (отсюда и название) проблемами при выполнении действий с ценными бумагами.

По мнению автора, ни один из трех видов рисков не подходит для объяснения произошедшей на российском фондовом рынке блокировки активов из-за введения санкций. Прежде всего, рассмотрим, почему не могут быть использованы систематические и несистематические риски:

1. Блокировка активов возникла в результате политических и юридических действий (введения санкций), которые не зависят напрямую от рыночных или экономических факторов.

2. Санкции часто вводятся неожиданно, без явных предупреждений, и в ответ на политические события, что делает их труднопредсказуемыми. Это усложняет попытки предсказать или управлять таким риском через традиционные методы финансового анализа или диверсификацию, как в случае систематического и несистематического рисков.

3. Санкции могут быть направлены на конкретные страны, компании или отрасли, что делает их локализованными по своему воздействию (как в случае с несистематическим риском). Однако их последствия могут оказать значительное влияние на глобальные рынки или целые сектора (как в случае с систематическим риском).

4. Как и систематический риск, риск блокировки активов вследствие санкционных мер не поддается снижению путем диверсификации. Однако, в отличие от систематического риска, который оказывает влияние на весь рынок в целом, санкции могут быть избирательно направлены на отдельные компании или даже целые страны, вне зависимости от степени диверсификации инвестиционного портфеля.

5. Систематический риск связан с глобальными макроэкономическими изменениями, такими как экономические кризисы или инфляция, тогда как несистематический риск касается конкретных компаний, отраслей или секторов экономики. Данный же риск обусловлен политическими решениями, которые могут не иметь прямой связи с экономическими условиями, а иногда даже противоречат экономической логике.

Иными словами, исследуемый риск представляет собой особый тип риска, который не укладывается в традиционные категории систематического или несистематического риска. Он имеет уникальную природу, связанную с политической и международными отношениями.

Рассмотрим более подробно термин «инфраструктурные риски», а также постараемся понять, насколько он подходит для рассматриваемой ситуации.

Инфраструктурные риски на фондовом рынке связаны с устойчивостью и надежностью системы, обеспечивающей его функционирование. Проблемы с биржевыми площадками, клиринговыми и расчетными организациями, а также с технологической инфраструктурой могут существенно повлиять на проведение операций и инвестиционную активность, создавая угрозы для стабильности всего рынка [15].

Рассмотрим примеры инфраструктурных рисков:

1. *Технические сбои* — неполадки в технических системах, используемых для обработки и учета сделок, могут вызвать задержки и ошибки в торговле, что может повлиять на цены и надежность рынка.

2. *Кибератаки* — кибератаки на инфраструктуру фондового рынка могут привести к утечке конфиденциальной

информации, нарушению безопасности и недоступности систем, что создает серьезные риски для инвесторов и компаний.

3. *Регуляторные риски* — изменения в законодательстве и регулировании могут повлиять на инфраструктуру фондового рынка, например введение новых правил и требований.

Как можно видеть, термин «инфраструктурные риски» не позволяет в полной мере охарактеризовать случившийся в 2022—2023 гг. факт блокировки активов российских инвесторов, т. к. фокусируется в большей степени на технических аспектах рисков, т. е. потенциальных проблемах и сбоях в системах и структурах, которые поддерживают функционирование финансовых рынков.

Да, активы инвесторов были заблокированы, но причиной является не поломка или отключение инфраструктуры фондового рынка, а искусственное ограничение торговли посредством введения санкций на ключевые элементы инфраструктуры российского фондового рынка.

Рассмотрим более подробно, как именно санкции ограничили деятельность инфраструктуры.

Замораживание активов произошло вследствие разрыва цепи управления правами на ценные бумаги. Существенная доля иностранных ценных бумаг хранится или учитывается в таких ключевых элементах европейской финансовой инфраструктуры, как *Euroclear* и *Clearstream*. Эти элементы играют центральную роль в хранении и расчетах по ценным бумагам, любые сбои в их работе могут привести к невозможности совершения сделок с активами.

Когда российский инвестор приобретает иностранные акции или фонды через российского брокера, происходит изменение права собственности, и информация о владении акциями фиксируется в депозитарии.

Данные о праве собственности на активы передаются поэтапно: от российского брокера через Национальный расчетный депозитарий и далее фиксируются в системах *Euroclear* и *Clearstream*, выступающих в качестве окончательных или промежуточных депозитариев. Однако в начале 2022 г. *Euroclear* и *Clearstream* заблокировали счета Национального расчетного депозитария, после чего сам депозитарий оказался под санкциями Европейского Союза, что сделало невозможным дальнейшее управление этими активами.

В 2023 г. Санкт-Петербургская биржа также подверглась блокирующим санкциям США, что привело к приостановке торгов иностранными бумагами США, Европы и Гонконга. В результате невозможно осуществить покупку или продажу ценных бумаг из указанных регионов на Санкт-Петербургской бирже. Фактически это был второй этап заморозки активов российских инвесторов. Если ранее были заблокированы фонды, торгующиеся на Московской бирже, а также еврооблигации, то теперь под санкции попали акции иностранных компаний, торгующиеся на Санкт-Петербургской бирже.

В 2024 г. США ввели блокирующие санкции против Национального клирингового центра. Национальный клиринговый центр выступает посредником и в сделках с валютой на Московской бирже, полностью обеспечивая проведение валютных торгов на площадке. Санкции против Национального клирингового центра означают прекращение организованных торгов валютами на Московской бирже из-за невозможности клиринга со стороны организации, попавшей под ограничительные меры, а также еще большее усложнение последующей разблокировки ино-

странных активов инвесторов (из-за ограничения на торговлю иностранной валютой на Московской бирже).

По факту права собственности на ценные бумаги остались в силе, но их продажа и вывод денег, таких как купоны или дивиденды, стали невозможными.

Существующая литература по финансовым рискам в основном сосредоточена на рыночных и инфраструктурных рисках, которые объясняют изменения в ценах активов, кредитных рисках, а также операционных или регуляторных рисках. Однако блокировка активов в условиях санкций, с которыми столкнулись российские инвесторы, не укладывается в эти традиционные категории. Работы исследователей санкционных режимов, хотя и затрагивают политические и экономические аспекты санкций, не охватывают воздействие на инфраструктуру фондового рынка и не предлагают методов для оценки рисков блокировки активов на уровне индивидуальных инвесторов.

Таким образом, термины «системные и несистемные риски» и термин «инфраструктурные риски» не позволяет в полной мере охарактеризовать и объяснить случившийся факт блокировки иностранных активов. По этой причине необходимо ввести новое понятие, позволяющее в полной мере охватить суть данного риска. Автором предлагается такое понятие, как «институциональные риски».

Под институциональными рисками понимаются угрозы, связанные с возможностью блокировки активов по политическим или иным причинам в результате создания уполномоченными институтами или органами намеренных неполадок, задержек или прекращения передачи информации между различными участниками фондового рынка и профильными институтами, такими как национальные и международные депозитарии, биржи и брокеры.

Институциональные риски близки к инфраструктурным, но в отличие от инфраструктурных, эти риски не обусловлены техническими аспектами функционирования рынка, а, скорее, связаны с эффективностью и надежностью взаимодействия между институтами, включая, но не ограничиваясь передачей и обработкой сведений о сделках и активах.

Возникновение данных рисков может привести к временным или длительным заморозкам активов, что может повлечь за собой финансовые потери инвесторов и нарушения в рыночной ликвидности.

Отличительными признаками институциональных рисков являются:

1. Разрыв цепочек взаимодействия и передачи информации между ключевыми институтами фондового рынка, приводящий к остановке торгов инвестиционными инструментами на фондовом рынке.

2. Политический или иной характер причин прекращения взаимодействия между институтами, не связанный с фактической работоспособностью систем ключевых институтов фондового рынка, а также с рыночными или экономическими факторами.

3. Неограниченный пределами отдельно взятого государства перечень институтов, подверженных возникновению институциональных рисков (санкции на российскую инфраструктуру привели к разрыву цепочек с международной инфраструктурой).

4. Институциональным рискам могут быть подвержены конкретные страны, компании или отрасли, что делает их локализованными по своему воздействию. Однако их последствия могут оказать значительное влияние на глобальные рынки или целые сектора.

5. Появление данного риска обусловлено внешним воздействием на рынок, которое не может быть предсказано на основе внутренних рыночных данных.

6. Невозможность хеджировать данный тип риска традиционными способами (диверсификацией по валютам, странам, активам и т. д.).

Подводя итог, можно сказать, что предложенное понятие более точно описывает рассмотренный факт блокировки иностранных активов российских инвесторов в 2022—2023 гг. Рассматривая указанные выше отличительные признаки в контексте конкретного примера произошедшего на российском фондовом рынке, можно увидеть соблюдение всех шести признаков институционального риска.

Выводы

Результаты исследования подтвердили гипотезу о том, что риск блокировки активов на фондовом рынке представляет собой новый и уникальный тип риска, который требует разработки специализированных методов оценки и стратегий управления.

На основании проведенного анализа текущей ситуации на российском фондовом рынке и обзора научной литературы сделаны следующие ключевые выводы:

1. Риск блокировки активов является уникальной категорией риска. Данные риски отличаются от традиционных категорий финансовых рисков, таких как рыночные, кредитные и инфраструктурные риски, поскольку влияют на инфраструктуру рынка и при этом возникают в результате политических и юридических решений, а не экономических или рыночных факторов. Они не могут быть устранены традиционными методами управления рисками, такими как диверсификация, и требуют новых подходов к управлению.

2. Введение нового термина «институциональный риск» расширяет существующую классификацию рисков на фондовом рынке, добавляя политический и юридический аспекты, связанные с блокировкой активов, что позволяет лучше понимать характер санкционного давления и его влияние на инвесторов.

3. Учитывая уникальность нового типа рисков и особые факторы его возникновения, использование существующих

количественных методов оценки влияния рисков может быть ограничено, т. к. большая часть работ, посвященных анализу и оценке рыночных рисков различных биржевых активов, фокусируется на изменении цены актива и сравнении с различными бенчмарками, а также не учитывают внезапность и непредсказуемость политических решений.

На основании проведенного исследования предлагаются следующие рекомендации для дальнейшего развития теории и практики управления институциональными рисками:

1. Разработать и протестировать новые методы количественной оценки институциональных рисков, учитывающие политическую нестабильность и внезапность санкционных решений.

2. Финансовым институтам необходимо разрабатывать и предлагать санкционно-устойчивые инвестиционные продукты. Примерами таких продуктов могут быть фонды и *ETF*, ориентированные на активы, которые менее подвержены блокировке или находятся в юрисдикциях, не затронутых санкциями.

3. Рассмотреть использование альтернативных финансовых инфраструктур для хранения и управления активами, таких как децентрализованные платформы или инфраструктуры стран, не подверженных санкционным ограничениям.

4. Повышение осведомленности и подготовки инвесторов за счет проведения обучающих программ для частных инвесторов и финансовых аналитиков по управлению институциональными рисками, включая оценку вероятности санкций и стратегий хеджирования активов в условиях политической неопределенности.

Подводя итог, можно сказать, что институциональные риски представляют серьезную угрозу для инвесторов, особенно в условиях нестабильной геополитической ситуации. Расширение существующей теоретической базы, методов оценки и стратегий управления рисками позволит более эффективно защищать инвестиции и обеспечивать стабильность финансового рынка. Дальнейшие исследования в этой области будут способствовать улучшению понимания и управления рисками, что является ключевым фактором для устойчивости финансовой системы.

СПИСОК ИСТОЧНИКОВ

1. Fabozzi F., Mann S. *Handbook of Fixed-Income Securities*. New York : McGraw-Hill, 2020. 1200 p.
2. Faraz A., Kehkashan N. Credit risk management and default risk: empirical evidence from United Kingdom // *Journal of Business Education and Management*. 2023. Vol. 3. Iss. 2. Pp. 95—110.
3. Syed A. M., Bawazir H. S., McMillan D. Recent trends in business financial risk – A bibliometric analysis // *Cogent Economics & Finance*. 2021. Vol. 9. Iss. 1. Art. 1913877. DOI: 10.1080/23322039.2021.1913877.
4. Johnston S. *The Miniature Guide to Political Risk Analysis for International Business*. 2021. 227 p.
5. Markowitz H. Portfolio Selection // *The Journal of Finance*. 1952. Vol. 7. No. 1. Pp. 77—91. DOI: 10.2307/2975974.
6. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk // *The Journal of Finance*. 1964. Vol. 19. No. 3. Pp. 425—442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
7. Hallin M., Trucios C. Forecasting value-at-risk and expected shortfall in large portfolios: A general dynamic factor model approach // *Econometrics and Statistics*. 2023. Vol. 27. Pp. 1—15. DOI: 10.1016/j.ecosta.2021.04.006.
8. Rockafellar R. T., Uryasev S. Optimization of Conditional Value-at-Risk // *Journal of Risk*. 2000. Vol. 2. No. 3. Pp. 21—42. DOI: 10.21314/JOR.2000.038.
9. Sharpe W. F. Mutual Fund Performance // *The Journal of Business*. 1966. Vol. 39. No. 1. Pt. 2. Pp. 119—138. DOI: 10.1086/294846.
10. Sortino F., Price L. Performance Measurement in a Downside Risk Framework // *Journal of Investing*. 1994. Vol. 3. No. 3. Pp. 59—64. DOI: 10.3905/joi.3.3.59.
11. Treynor J. L. *How to Rate Management of Investment Funds* // *Harvard Business Review*. 1965. Vol. 43. No. 1. Pp. 63—75.
12. *Impact of Sanctions on Russian Securities Markets, 2022* / Morgan Stanley. New York, 2022. 102 p.
13. Hufbauer G., Schott J., Elliott K. *Economic Sanctions Reconsidered*. Peterson Institute for International Economics, 2007. 248 p.

14. Pala T. The Effectiveness of Economic Sanctions: A Literature Review // *NISPAcee Journal of Public Administration and Policy*. 2021. Vol. 14. No. 1. Pp. 239—259. DOI: 10.2478/nispa-2021-0009.

15. Хохлов В. А. Глоссарий инвестиционной деятельности. М. : Юстицинформ, 2023. 320 с.

REFERENCES

1. Fabozzi F., Mann S. *Handbook of Fixed-Income Securities*. New York, McGraw-Hill, 2020. 1200 p.
2. Faraz A., Kehkashan N. Credit risk management and default risk: empirical evidence from United Kingdom. *Journal of Business Education and Management*. 2023;3(2):95—110.
3. Syed A. M., Bawazir H. S., McMillan D. Recent trends in business financial risk – A bibliometric analysis. *Cogent Economics & Finance*. 2021;9(1):1913877. DOI: 10.1080/23322039.2021.1913877.
4. Johnston S. *The Miniature Guide to Political Risk Analysis for International Business*. 2021. 227 p.
5. Markowitz H. Portfolio Selection. *The Journal of Finance*. 1952;7(1):77—91. DOI: 10.2307/2975974.
6. Sharpe W. F. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. *The Journal of Finance*. 1964;19(3):425—442. DOI: 10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x.
7. Hallin M., Trucios C. Forecasting value-at-risk and expected shortfall in large portfolios: A general dynamic factor model approach. *Econometrics and Statistics*. 2023;27:1—15. DOI: 10.1016/j.ecosta.2021.04.006.
8. Rockafellar R. T., Uryasev S. Optimization of Conditional Value-at-Risk. *Journal of Risk*. 2000;2(3):21—42. DOI: 10.21314/JOR.2000.038.
9. Sharpe W. F. Mutual Fund Performance. *The Journal of Business*. 1966;39(1-2):119—138. DOI: 10.1086/294846.
10. Sortino F., Price L. Performance Measurement in a Downside Risk Framework. *Journal of Investing*. 1994;3(3):59—64. DOI: 10.3905/joi.3.3.59.
11. Treynor J. L. How to Rate Management of Investment Funds. *Harvard Business Review*. 1965;43(1):63—75.
12. Morgan Stanley. *Impact of Sanctions on Russian Securities Markets, 2022*. New York, 2022. 102 p.
13. Hufbauer G., Schott J., Elliott K. *Economic Sanctions Reconsidered*. Peterson Institute for International Economics, 2007. 248 p.
14. Pala T. The Effectiveness of Economic Sanctions: A Literature Review. *NISPAcee Journal of Public Administration and Policy*. 2021;14(1):239—259. DOI: 10.2478/nispa-2021-0009.
15. Khokhlov V. A. *Glossary of investment activities*. Moscow, Yustitsinform, 2023. 320 p. (In Russ.)

Статья поступила в редакцию 03.09.2024; одобрена после рецензирования 26.09.2024; принята к публикации 30.09.2024.
The article was submitted 03.09.2024; approved after reviewing 26.09.2024; accepted for publication 30.09.2024.