

УДК 336.7

ТИПОЛОГИЯ ОГРАНИЧЕНИЙ НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ В СВЯЗИ С УТЕРЕЙ ДОСТУПА К МИРОВЫМ РЫНКАМ КАПИТАЛА**Е.Р. Бойцов**

ФГБОУ ВО «Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова», Москва, email: egorboytsov@mail.ru

***Аннотация.** В статье исследуются ограничения, с которыми сталкиваются российские инвесторы после 2022 года. Под воздействием внешних санкций наблюдалось усиление регуляторных и инфраструктурных ограничений со стороны Банка России и Московской биржи. Кроме того, российские инвесторы сталкиваются с рыночными и информационными ограничениями. В статье приводится типология ограничений, выявляются конкретные проявления, а также выделяются негативные эффекты, которые они накладывают на инвесторов и фондовый рынок в целом. Отмечено сокращение доступного набора финансовых (в особенности валютных) инструментов для инвесторов, а также снижение ликвидности и повышение волатильности по фондовому рынку в целом.*

***Ключевые слова:** фондовый рынок, внешние ограничения, регуляторные ограничения, инфраструктурные ограничения, типология ограничений.*

CONSTRAINTS IN THE RUSSIAN STOCK MARKET: A TYPOLOGY IN THE CONTEXT OF LIMITED ACCESS TO GLOBAL CAPITAL MARKETS**E.R. Boitsov**

Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, email: egorboytsov@mail.ru

***Abstract.** This article examines the constraints faced by Russian investors in the post-2022 period. Under the impact of external sanctions, there has been a significant tightening of regulatory and infrastructural restrictions imposed by the Central Bank of Russia and the Moscow Exchange. In addition, Russian investors are subject to market-based and informational constraints. The study develops a typology of these restrictions, identifies their specific manifestations, and highlights the adverse effects they impose on both investors and the stock market as a whole. In particular, a contraction in the range of available financial instruments – especially foreign currency-denominated assets – is observed, alongside a decline in market liquidity and an increase in overall volatility.*

***Keywords:** stock market, external restrictions, regulatory restrictions, infrastructure constraints, typology of restrictions.*

Дата поступления статьи в редакцию: 17.04.2026

Дата принятия статьи в печать: 28.05.2026

Введение

После февраля 2022 года экономика России и фондовый рынок, в частности, столкнулись с беспрецедентными внешними ограничениями, основным механизмом которых являлись санкции со стороны развитых стран. При этом, в ответ на некоторые меры вводились и внутренние ограничения (контрсанкционные), направленные на защиту российских инвесторов. В текущих условиях представляется целесообразным агрегировать ключевые ограничения, влияющие на российских инвесторов и, в целом, на российский фондовый рынок, сформировать их типологию, привести конкретизацию, а также выявить эффекты, которые эти ограничения несут. Отдельно стоит отметить, что какие-то ограничения могут не влиять напрямую на российских инвесторов в качестве запрета на покупку определенного актива, но могут повышать рыночную волатильность за счет роста геополитической премии.

В российском научном сообществе большое внимание уделяется рискам и ограничениям, связанным с различными инвесторами. Например, в исследовании М.В. Гудковой и А.А. Семехина были проанализированы существующие законодательные механизмы ограничения рисков для начинающих частных инвесторов, такие как разделение инвесторов на квалифицированных и неквалифицированных, а также внедрение процедуры тестирования инвесторов. Авторы приходят к выводу о том, что «существуют отдельные механизмы ограничения рисков для начинающих частных инвесторов. Однако, имеет место и существенный пробел, заключающийся в

том, что отсутствует универсальная конструкция для ограничения рисков...» [1]. Более общий анализ структуры финансового рынка России проводился в исследовании П.С. Щербаченко, где в рамках SWOT-анализа были выявлены следующие угрозы в современных условиях: «1) продолжение ужесточения санкционного давления, 2) геополитическая нестабильность и внешние шоки, 3) ограничения в доступе к передовым технологиям, 4) демографические вызовы и сокращение трудоспособного населения, 5) киберугрозы и риски информационной безопасности» [2]. При этом не встречаются исследования именно по типологизации тех ограничений, в условиях которых оперирует российский фондовый рынок и российские инвесторы (как квалифицированные, так и неквалифицированные).

Цель исследования

Целью настоящего исследования является разработка детализированной типологии ограничений, с которыми сталкиваются инвесторы на российском фондовом рынке и определение эффектов таких ограничений применительно к инвестиционному портфелю инвестора.

Материал и методы исследования

Объектом исследования является российский фондовый рынок в условиях структурных изменений после 2022 года. Предметом исследования является система ограничений на российском фондовом рынке и их влияние на рынок в целом и российских инвесторов в частности.

В процессе исследования использовались методы анализа и синтеза, которые позволили разбить ограничения на типы и далее составить типологию ограничений. Кроме того, применялись методы качественного анализа и научного обобщения, направленные на выявление эффектов каждого из ограничений на российский фондовый рынок и отдельных инвесторов.

Результаты исследования

Разработка типологии ограничений российского фондового рынка

Главным и первым источником ограничений после 2022 года стали внешние санкции, поэтому в текущих реалиях предлагается рассмотреть ограничения как некую цепочку, каждое звено которой является ответом на те ограничения, которые к нему привели, начиная с внешних. При этом нельзя исключать параллельное развитие и принятие ограничений, не являющихся ответом на внешние вызовы. Ограничения в виде санкций в отношении России вводили и продолжают вводить органы из недружественных стран, такие как OFAC (Office of Foreign Assets Control, США) и Совет ЕС (Европейский Союз). Согласно последним данным, «число санкций против России превысило 31,5 тысячи» [3]. Внешние ограничения можно разделить на несколько подкатегорий. Во-первых, секторальные санкции, направленные на отдельные отрасли экономики, в контексте России - это, прежде всего, финансовый сектор, энергетическая отрасль, а также оборонная промышленность. Во-вторых, персональные санкции, которые применяются к конкретным физическим лицам и членам их семей. Основными инструментами выступают заморозка банковских счетов и иных активов в недружественных странах, а также экспроприация или блокировка недвижимого имущества. В-третьих, вторичные санкции, распространяющиеся на иностранные юридические и физические лица, которые взаимодействуют с субъектами, попавшими ранее под санкции. Прежде всего, от таких мер страдают компании и физические лица из дружественных стран (Китай, Турция, ОАЭ, страны СНГ). В отношении российских инвесторов санкции воздействуют как через канал повышения геополитической премии в определённых активах, так и невозможности покупки иностранных ценных бумаг даже вне российской инфраструктуры.

Во многом в ответ на внешние ограничения вводились регуляторные ограничения, которые представляют собой совокупность законодательных норм и требований, установленных государственными органами. Основными источниками ограничений выступает Банк России и указы Президента. Банком России ведётся так называемый «Навигатор по ограничительным мерам» [4]. Среди основных ограничений для российских инвесторов можно выделить ограничения на вывод капитала, операции с иностранными ценными бумагами, необходимость получения разрешений Правительственной комиссии на сделки, а также ограничения для неквалифицированных инвесторов. На последней подкатегории ограничений следует остановиться отдельно. В 2023 году Указанием Банка России от 9 января 2023 г. N 6347-У «О ценных бумагах и произ-

водных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов», были определены виды бумаг, которые доступны неквалифицированным инвесторам [5]. В общем, для неквалифицированных инвесторов под запрет попадает осуществление сделок с отдельными сложными финансовыми инструментами (такими как структурные продукты, фьючерсы, опционы и так далее). Кроме того, с 1 января 2025 года были введены ограничения на приобретение иностранных ценных бумаг, выпущенных вне финансовой инфраструктуры Евразийского экономического союза (ЕЭАС), а также бумаги международных финансовых организаций, которые учитываются в инфраструктуре стран ЕАЭС [6]. Отмечается, что подобные меры способствуют формированию более устойчивой и доверительной среды на российском фондовом рынке.

Далее по цепочке идут инфраструктурные ограничения, источником которых являются Московская Биржа и входящие в ее периметр Национальный Расчетный Депозитарий (НРД), Национальный Клиринговый Центр (НКЦ). В конце февраля 2022 года были остановлены торги иностранными ценными бумагами. Тогда же был фактически остановлен «мост» между НРД и Европейским депозитарием Euroclear, который позволял российским инвесторам покупать и хранить иностранные ценные бумаги в России. Отдельно стоит отметить, что структурным сдвигом для данного вида ограничений стало попадание Московской Биржи в SDN-санкции в 2024 году, которое оказало значимое влияние на валютный рынок [7]. В частности, это привело к тому, что торги долларом и евро на валютном рынке стали недоступны для инвесторов. В целом, инфраструктурные ограничения приводят к увеличению транзакционных издержек для его участников и уменьшают количество доступных для инвестиций финансовых инструментов.

На уровне микроструктуры рынка можно выделить рыночные ограничения, которые касаются именно правил проведения биржевых торгов. Источником ограничений также выступает Московская Биржа и НКЦ. После 2022 года был введен целый ряд дополнительных механизмов, позволяющих снизить волатильность на рынке акций и таким образом предотвратить потенциальную дестабилизацию рынка. Так, с 21 сентября 2023 года действует «ограничение на максимальное отклонение цен заявок, подаваемых участниками рынка на приобретение акций и депозитарных расписок российских эмитентов третьего уровня листинга, на уровне не выше 22% от цены закрытия предыдущего торгового дня» [8]. Дополнительной мерой стало введение с 25 декабря 2023 года механизма ограничения агрессивности лимитных заявок. В соответствии с данным механизмом «при исполнении лимитной заявки по акциям и паям устанавливается предельное отклонение цены на уровне 5% от цены лучшей встречной заявки на момент подачи» [9]. Разного рода ограничения, направленные на снижение волатильности, ведут к ухудшению арбитражных возможностей для инвесторов.

Последнюю группу формируют информационные ограничения, которые возникают на фоне снижения уровня прозрачности и доступности информации об операционной и финансовой деятельности компаний и общего состояния фондового рынка. После 2022 года Правительство Российской Федерации внесло изменения в порядок раскрытия информации эмитентами, уточнив случаи, при которых допускается ограничение раскрытия корпоративных данных для российских компаний [10]. Дополнительные разъяснения были озвучены в совместном информационно письме Банка России и Минфина в конце 2024 года, где были уточнены условия и объемы информации, которые компании вправе не раскрывать [11]. Снижение уровня раскрытия информации приводит к ряду негативных последствий. Во-первых, усиливается асимметрия информации между различными участниками рынка. Согласно исследованию компании Керт, которая оказывает аудиторские и консультационные услуги (октябрь 2025 года), снижение прозрачности и ограничение раскрытия корпоративной информации рассматривается как один из ключевых вызовов последних лет: «45% опрошенных отметили снижение прозрачности и ограничение раскрытия корпоративной информации» [12]. Во-вторых, снижается уровень открытости эмитентов по отношению к инвесторам. Это, в свою очередь, может негативно влиять на доверие к рынку в целом и повышать вмененную риск-премию по отдельным классам активов.

Определение эффектов, формируемых ограничениями на отдельных инвесторов и российский фондовый рынок

Внешние ограничения касаются не только российских инвесторов, но и иностранных, поэтому их стоит рассмотреть отдельно. Для иностранных инвесторов из недружественных стран, операции по покупке и продаже активов на российском фондовом рынке стали фактически невозможны. Такие операции могут осуществляться только с помощью выдачи специальных

лицензий OFAC и разрешений Правительственной комиссии. Активы недружественных инвесторов после февраля 2022 года были заморожены на специальных счетах типа «С». Фактический уход нерезидентов с российского рынка привел к сокращению ликвидности и понизил требования к раскрытию информации эмитентами. Российские же инвесторы в связи с внешними ограничениями во многом потеряли возможность инвестировать в иностранные активы напрямую, поскольку обращение иностранных ценных бумаг на Московской бирже было прекращено, а зарубежные брокеры стали закрывать счета российским гражданам. Это напрямую негативно влияет на возможности диверсификации инвестиционных портфелей, особенно для неквалифицированных инвесторов. Несмотря на появление альтернатив (например, замещающие и квазивалютные облигации, или фьючерсы на фондовые индексы развитых и развивающихся стран), такие прокси не являются прямой заменой привычным ранее инструментам. Таким образом, внешние ограничения повлияли негативным образом на российских инвесторов в части выбора активов (утрача прямого доступа к иностранным ценным бумагам) и на фондовый рынок в целом за счет ухудшения ликвидности.

Регуляторные ограничения во многом связаны с внешними, так как большей частью вводились в ответ на рестрикции со стороны недружественных стран. И если внешние ограничения могут быть преодолены через третьи страны (например, российский инвестор может открыть брокерский счет в некоторых странах СНГ и покупать иностранные ценные бумаги напрямую), то регуляторные ограничения, действующие для инвесторов на российском фондовом рынке обойти невозможно. Так, как ранее упоминалось, для неквалифицированных инвесторов запрещены сделки с отдельными сложными финансовыми инструментами (в том числе фьючерсами на фондовые индексы других стран), а также запрещена покупка иностранных ценных бумаг вне контура ЕАЭС. Это опять же негативным образом влияет на возможности диверсификации, как страновой, так и валютной. Учитывая, что страны ЕАЭС имеют тесные торговые связи с Россией, их национальные валюты имеют схожую динамику с российским рублем. В этом смысле хеджирование валютных рисков для российского неквалифицированного инвестора в привычном понимании становится недоступным. На рынок в целом эти ограничения оказывают негативный эффект с точки зрения сужения базы инвесторов и ухудшения ликвидности. Существенная часть акций в свободном обращении была заблокирована на счетах типа «С» после февраля 2022 года, что привело к снижению ликвидности на рынке.

Инфраструктурные ограничения также являются вынужденными мерами в ответ на внешние рестрикции, при этом отражают и влияние регуляторных ограничений. В контексте влияния на российских инвесторов необходимо отметить то, что после 2024 года недоступна биржевая торговля такими зарубежными валютами как доллар и евро (на данный момент основной валютной парой является юань/рубль). Это привело к нескольким последствиям. Во-первых, изменился подход к определению официальных курсов валют Банком России. Вместо данных биржевых торгов, используется внебиржевой рынок (посредством данных отчетности банков по результатам межбанковских операций с валютой). Это повышает непрозрачность курсообразования и негативно влияет на ценообразование инструментов, расчеты по которым привязаны к официальному обменному курсу (например, квазивалютные облигации). Волатильность по таким инструментам повышается. Во-вторых, российские инвесторы после введения санкций на Московскую биржу окончательно утратили доступ к торгам основными мировыми валютами. Как и в предыдущих случаях, это негативно сказалось на возможностях валютной диверсификации.

Рыночные ограничения касались скорее корректировки и донастройки правил биржевой торговли, направленные на снижение волатильности на российском фондовом рынке. Введение ограничений на максимальное отклонение цен заявок по акциям эмитентов третьего уровня листинга потенциально снижает внутридневную волатильность, но и ограничивает возможности торговли для высокочастотных трейдеров, зарабатывающих за счет появления торговых неэффективностей. Частичный уход или сворачивание торговых операций таких участников рынка ведет к снижению ликвидности по рынку в целом.

Информационные ограничения в части раскрытия определенной информации эмитентами, по мнению регуляторов, также являются ответными мерами на внешние ограничения. Тем не менее, участники рынка отмечают тот факт, что уровень раскрытия ухудшился, и это негативно влияет на отношение инвесторов к фондовому рынку. Так, согласно вышеупомянутому отчету

Кепт «65% опрошенных российских инвесторов прозрачность и полнота раскрытия информации о корпоративном управлении компании являются одними из главных факторов доверия». Можно предположить, что ухудшение раскрытия негативно влияет на приток новых инвесторов на рынок акций, тем самым снижая его ликвидность и повышая риск-премию.

Типология ограничений на российском фондовом рынке

В рамках настоящего исследования автором была предложена типология ограничений российского фондового рынка. Кроме того, были определены эффекты, формируемые данными ограничениями и оказывающие влияние на а) отдельных инвесторов и б) фондовый рынок в целом. Систематизация перечисленных ограничений была формализована в виде таблицы, где представлены основные типы ограничений, их конкретные проявления, а также эффекты, формируемые ими для инвесторов и российского фондового рынка в целом (табл. 1).

Можно отметить, что большая часть негативных последствий для инвесторов заключается в ограничении к определенным финансовым активам. В первую очередь, это иностранные ценные бумаги, валюты недружественных стран и так далее. Причем, помимо внешних ограничений на прямую покупку таких активов, для неквалифицированных инвесторов в России существуют еще и внутренние регуляторные барьеры. Таким образом, возможности для валютной и страновой диверсификации для российских инвесторов в связи с существующими ограничениями значительно снизились. Для российского рынка в целом основной негативный эффект заключается в снижении ликвидности, повышении волатильности и риск-премии по определенным классам активов. При этом стоит отметить, что в ответ на ограничения рынок адаптируется и идет по пути суверенизации, появляются новые инструменты (замещающие и квазивалютные облигации взамен традиционных еврооблигаций), активное развитие получают биржевые фонды денежного рынка, расширяется палитра фьючерсов, компании малой и средней капитализации выходят на IPO и так далее. В этой связи нельзя однозначно утверждать, что ограничения носят исключительно негативный характер.

Таблица 1

Типология существующих ограничений на российском фондовом рынке

Тип ограничений	Конкретизация	Эффект
Внешние (санкции)	<ul style="list-style-type: none"> — Секторальные — Персональные — Вторичные 	<ul style="list-style-type: none"> — На отдельных инвесторов: ограничение прямого доступа к иностранным активам; блокировка активов за пределами РФ — На рынок: снижение ликвидности, повышение геополитической премии
Регуляторные	<ul style="list-style-type: none"> — Валютный контроль — Ограничения для неквалифицированных инвесторов 	<ul style="list-style-type: none"> — На отдельных инвесторов: ограничение возможностей валютной диверсификации для неквалифицированных инвесторов — На рынок: снижение ликвидности
Инфраструктурные	<ul style="list-style-type: none"> — Остановка торгов иностранными ценными бумагами — Остановка моста между НРД и Euroclear — Остановка биржевых торгов валютами недружественных стран 	<ul style="list-style-type: none"> — На отдельных инвесторов: увеличение транзакционных издержек, ограничение возможностей валютной диверсификации — На рынок: повышение волатильности
Рыночные	<ul style="list-style-type: none"> — Меры по противодействию дестабилизации цен акций — Ограничение агрессивности лимитных заявок 	<ul style="list-style-type: none"> — На отдельных инвесторов: ограничение возможностей для высокочастотных трейдеров — На рынок: снижение ликвидности
Информационные	<ul style="list-style-type: none"> — Снижение прозрачности и открытости эмитентов к инвесторам — Ограничение раскрытия корпоративной информации 	<ul style="list-style-type: none"> — На отдельных инвесторов: рост недоверия среди потенциальных инвесторов и снижение притоков на фондовый рынок — На рынок: снижение ликвидности и повышение риск-премии

Заключение

В исследование были выделены пять ограничений российского фондового рынка: внешние (санкционные), регуляторные, инфраструктурные, рыночные и информационные. Отдельно были рассмотрены эффекты их влияния как на отдельных инвесторов, так и фондовый рынок в целом. Их совокупное воздействие проявляется в сокращении доступного набора финансовых

(в особенности валютных) инструментов для инвесторов, повышении асимметрии информации, а также в снижении ликвидности и увеличении волатильности по рынку в целом. Вышеперечисленные эффекты имеют непосредственное влияние на принятие инвестиционных решений отдельными инвесторами при формировании инвестиционных портфелей.

Литература

1. Гудкова М.В., Семахин А.А. К вопросу о финансово-правовом регулировании ограничений финансовых рисков для начинающих частных инвесторов в Российской Федерации // Вестник Саратовской государственной юридической академии. 2023. № 3 (152). С. 239-244. DOI: 10.24412/2227-7315-2023-3-239-244 EDN: IBRJEP.
2. Щербаченко П.С. Анализ структуры финансового рынка России // Вестник евразийской науки. 2025. Т. 17. № 3. EDN: TNGGPY.
3. Число санкций против России превысило 31,5 тысячи // РИА Новости. [Электронный ресурс]. URL: <https://ria.ru/20260225/sanktsii-2076526925.html> (дата обращения: 20.03.2026).
4. Навигатор по ограничительным мерам // Банк России. [Электронный ресурс]. URL: https://www.cbr.ru/Content/Document/File/155960/nav_om.pdf (дата обращения: 20.03.2026).
5. Указание Банка России от 9 января 2023 г. N 6347-У «О ценных бумагах и производных финансовых инструментах, предназначенных для квалифицированных инвесторов». [Электронный ресурс]. URL: <https://www.garant.ru/hotlaw/federal/1613799/> (дата обращения: 20.03.2026).
6. Банк России уточнил перечень иностранных ценных бумаг, доступных квалифицированным инвесторам. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/press/event/?id=22148> (дата обращения: 21.03.2026).
7. Санкции ввели санкции против Московской биржи и НКЦ // РБК. [Электронный ресурс]. URL: https://www.rbc.ru/quote/news/article/658ace199a794754eee56b64?utm_referrer=https%3A%2F%2Fwww.google.com%2F (дата обращения: 21.03.2026).
8. Московская биржа вводит дополнительные меры по противодействию дестабилизации цен акций // Московская биржа. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/n64114> (дата обращения: 22.03.2026).
9. Ограничение агрессивности заявок // Московская биржа. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/a8519> (дата обращения: 22.03.2026).
10. Акт правительства Российской Федерации «Об особенностях раскрытия и (или) предоставления информации, подлежащей раскрытию и (или) предоставлению в соответствии с требованиями Федерального закона «Об акционерных обществах» и Федерального закона «О рынке ценных бумаг» от 04.07.2023 № 1102. [Электронный ресурс]. URL: <http://publication.pravo.gov.ru/document/0001202307050023> (дата обращения: 22.03.2026).
11. Информационное письмо Банка России и Минфина России о реализации эмитентами ценных бумаг права на ограничение раскрытия (предоставления) информации на рынке ценных бумаг. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.cbr.ru/Crosscut/LawActs/File/9940> (дата обращения: 23.03.2026).
12. Перегрузка корпоративного управления: современные практики и будущее рынка // Kept. [Электронный ресурс]. URL: https://kept.ru/news/perezagruzka-korporativnogo-upravleniya-sovremennye-praktiki-i-budushchee-rynka/?utm_source=google.com&utm_medium=organic&utm_campaign=google.com&utm_referrer=google.com (дата обращения: 23.03.2026).