Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

DOI:10.17951/h.2017.51.6.219

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 6 SECTIO H 2017

Uniwersytet Gdański. Wydział Ekonomiczny

MAGDALENA MOSIONEK-SCHWEDA, MONIKA SZMELTER

magdams@ug.edu.pl, monika.szmelter@wp.pl

Rozwój giełdowego rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej na przykładzie Moskiewskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Development of the Stock Exchange Financial Market in the Russian Federation on the Example of the Moscow Exchange

Słowa kluczowe: rynek walutowy; rynek kapitałowy; akcje; obligacje; giełda

Keywords: foreign exchange market; capital market; shares; bonds; stock exchange

Kod JEL: G12; G15; G23

Wstęp

Obrót instrumentami finansowymi odbywa się zarówno w sposób scentralizowany na platformach organizowanych przez giełdy papierów wartościowych, jak i poza rynkiem giełdowym w formie zdecentralizowanej jako handel OTC (*Over-The-Counter*). Każda z tych form organizacji obrotu ma cechy charakterystyczne, które mogą być atrakcyjne dla inwestorów lub przeciwnie – zniechęcać ich do uczestnictwa w tym rynku. W każdym kraju, w którym funkcjonuje giełda papierów wartościowych, na giełdowych platformach dokonuje się obrotu przede wszystkim akcjami. Z kolei w przypadku instrumentów dłużnych występują znaczne różnice w kwestii organizacji handlu – w niektórych krajach znaczna część obrotów odbywa się na platformach giełdowych, a w innych rynek giełdowy ma charakter niszowy i obrót jest realizowany przede wszystkim na rynkach pozagiełdowych. Podobnie mocno

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

zdecentralizowany jest globalny rynek walutowy (szacuje się, że na światowym rynku walutowym zaledwie około 2% dziennych obrotów jest dokonywanych na giełdach papierów wartościowych [BIS, 2016]). W przypadku rynku pieniężnego oraz rynku instrumentów pochodnych inwestorzy również preferują handel na rynkach OTC.

Celem niniejszego artykułu jest ocena rozwoju giełdowego rynku finansowego Federacji Rosyjskiej oraz wskazanie jego cech charakterystycznych na przykładzie Moskiewskiej Giełdy Papierów Wartościowych (Moscow Exchange – MOEX). Analizie poddano dwa segmenty tego rynku: walutowy oraz instrumentów dłużnych i udziałowych (kapitałowy). Wybór pierwszego jest uzasadniony wielkością obrotów generowanych na instrumentach walutowych, które zdecydowanie dominują w strukturze obrotów całego rynku giełdowego, co jest dość wyjątkową sytuacją, ponieważ zwykle handel tymi instrumentami ma charakter zdecentralizowany (pozagiełdowy). Z kolei w przypadku instrumentów udziałowych i dłużnych na większości giełd papierów wartościowych to właśnie te walory stanowią centrum zainteresowań inwestorów, w szczególności akcje, które dominują w strukturze obrotów. Tymczasem na giełdzie w Moskwie ten rynek ma znaczenie marginalne. Jako okres badawczy przyjęto lata 2012–2016, gdzie okresem początkowym jest pełny pierwszy rok funkcjonowania giełdy MOEX po połączeniu dwóch, funkcjonujących od lat 90. XX w., giełd papierów wartościowych. Jako metodę badawczą zastosowano analizę danych statystycznych dotyczących obrotów oraz kapitalizacji (w przypadku rynku akcji i obligacji) oraz ofert instrumentów finansowych MOEX. W pracy przyjęto następującą tezę: giełdowy rynek finansowy w Rosji na skutek silnej dywersyfikacji oferty instrumentów finansowych stwarza inwestorom szerokie możliwości inwestycyjne. Struktura rynku giełdowego w Rosji jest odmienna od spotykanej na rozwiniętych rynkach finansowych w innych krajach.

1. Geneza i rozwój rynku giełdowego w Federacji Rosyjskiej oraz oferta produktowa Moskiewskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Giełda Papierów Wartościowych w Moskwie w obecnym kształcie funkcjonuje od 19 grudnia 2011 r. w efekcie połączenia dwóch największych wówczas giełd[1], tj. Moskiewskiej Międzybankowej Giełdy Walutowej (Moscow Interbank Currency Exchange – MICEX) oraz Rosyjskiego Systemu Handlowego (Russian Trading System – RTS). Początkowo nowa giełda funkcjonowała pod nazwą MICEX-RTS, natomiast od lipca 2012 r. działa jako Moscow Exchange [Sputnik News, 2012].

Giełda MICEX powstała w 1992 r. i była miejscem obrotu instrumentami udziałowymi, dłużnymi, walutami, a także zaliczanymi do rynku pieniężnego. Według

[1] W 2008 r. w Rosji zarejestrowanych było około 15 giełd papierów wartościowych, z czego aktywnie funkcjonowało sześć – trzy w Moskwie, dwie w Sankt Petersburgu oraz jedna w Nowosybirsku [Kuśnierz, Palicki, 2008].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

danych z grudnia 2010 r. na MICEX obecne były akcje 249 emitentów o łącznej kapitalizacji około 29 253 mld RUB, wartość rynku instrumentów pochodnych przekroczyła w tym czasie 1 bln RUB, notowano również 748 serii obligacji korporacyjnych wyemitowanych przez 398 podmiotów, a ich całkowity wolumen obrotu wyniósł 4470 mld RUB [NAUFOR, 2011]. Uczestnikami MICEX było wówczas około 550 instytucji generujących łącznie obrót o wartości ponad 20 bln RUB, co stanowiło ponad 90% całkowitego obrotu giełdowego na rosyjskim rynku finansowym. Z kolei uruchomiona w 1995 r. giełda RTS była liderem na rynku rosyjskim w obrocie instrumentami pochodnymi. W 2010 r. obrót tymi walorami wyniósł na RTS ponad 24 573 mld RUB [NAUFOR, 2011].

Tab. 1. Instrumenty finansowe będące przedmiotem handlu na Moscow Exchange (MOEX)

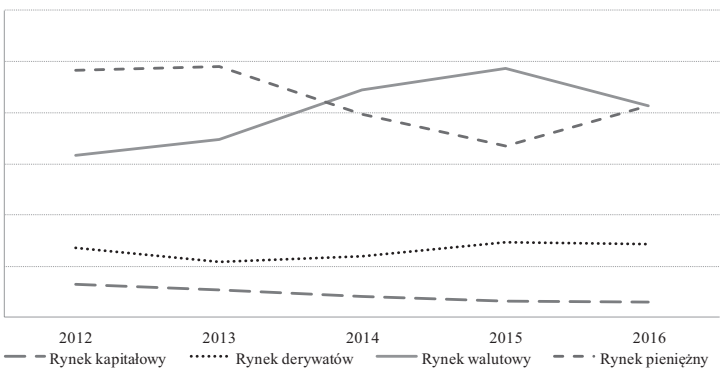
Rynek walutowy	Rynek pieniężny	Rynek instrumentów pochodnych	Rynek kapitałowy
Transakcje *spot* na parach walutowych RUB z: USD, EUR, CNY, GBP, CHF, HKD, UAH, KZT, BYN, EUR/USD	Transakcje *repo* z centralnym kontrpartnerem (CCP) na: rosyjskich obligacjach skarbowych, najbardziej płynnych akcjach, obligacjach korporacyjnych, euroobligacjach	Kontrakty *futures* na indeksy giełdowe (MICEX, RTS, RVI)	Akcje spółek rosyjskich i zagranicznych
Transakcje *swap* na parach walutowych RUB z: USD, EUR, CNY, GBP, CHF, HKD, BYN, EUR/USD (z różnymi terminami zapadalności – od O/N do 1Y)	Transakcje *repo* pomiędzy inwestorami na: akcjach, obligacjach	Kontrakty *futures* na akcje wybranych spółek rosyjskich i zagranicznych	Rosyjskie obligacje skarbowe, komunalne oraz korporacyjne
Kontrakty *futures* z fizyczną dostawą na pary walutowe RUB z: USD, EUR, CNY	Transakcje *repo* z bankiem centralnym w Rosji (CBR) na papierach wartościowych z tzw. listy lombardowej banku centralnego w Rosji (*Bank of Russia Lombard List*)	Kontrakty *futures* na obligacje państwowe oraz euroobligacje	Państwowe i korporacyjne euroobligacje
		Walutowe kontrakty *futures*	Kwity depozytowe
		Procentowe kontrakty *futures*	ETF-y
		Towarowe kontrakty *futures* (ropa, cukier, metale szlachetne)	Jednostki uczestnictwa funduszy inwestycyjnych oraz certyfikaty inwestycyjne
		Opcje na kontrakty *futures*	Papiery sekurytyzacyjne typu MBS (*Mortgage Backed Securities*)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016; www.moex.com].

Skutkiem połączenia MICEX i RTS było powstanie największej w Federacji Rosyjskiej giełdy organizującej handel we wszystkich segmentach rynku finansowego (tab. 1). Oferta produktowa MOEX jest bardzo szeroka i – co warto podkreślić – obej-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

muje instrumenty tradycyjnie niewystępujące na rynku giełdowym, z takich segmentów, jak rynek walutowy oraz pieniężny, które zdecydowanie odpowiadają za największy obrót w strukturze obrotów na MOEX (rys. 1). W 2016 r. każdy z tych segmentów generował około 41% całkowitych obrotów na MOEX. W tym czasie instrumenty pochodne odpowiadały za około 15% obrotu, a akcje i obligacje jedynie za 3%.



Rys. 1. Udział obrotów na poszczególnych rynkach w łącznej wartości obrotów na giełdzie MOEX w latach 2012–2016 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016; www.moex.com; NAUFOR, 2016].

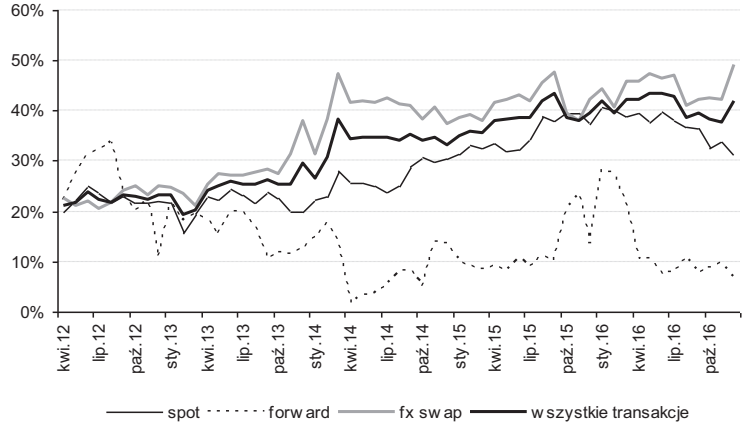
Głównym celem połączenia dwóch wiodących na rynku rosyjskim giełd było dążenie do stworzenia czołowej na świecie giełdy papierów wartościowych skupiającej handel różnymi klasami aktywów, a także chęć przekształcenia Moskwy w międzynarodowe centrum finansowe. Dodatkowymi celami były również: optymalizacja rosyjskiego rynku akcji, zmniejszenie liczby organizacji realizujących te same funkcje, stworzenie jednej platformy handlu dla emitentów i inwestorów, obniżenie kosztów transakcji oraz łatwiejszy obrót instrumentami finansowymi [Moscow Exchange, 2017]. W efekcie przeprowadzonej operacji połączenia MICEX i RTS powstała jedna platforma obrotu instrumentami reprezentującymi wszystkie segmenty rynku finansowego. Dodatkowo do tzw. Moskiewskiej Grupy Giełdowej (Moscow Exchange Group) należy też powstały w 1997 r. centralny depozyt papierów wartościowych (Krajowy Depozyt Rozliczeniowy – National Settlement Depository) oraz największy krajowy dostawca usług rozliczeniowych (utworzone w 2006 r. Krajowe Centrum Rozliczeniowe – National Clearing Center). Oznacza to, że MOEX zapewnia klientom pełną obsługę, począwszy od organizacji handlu instrumentami finansowymi, przez usługi rozliczeniowe i depozytowe, po usługi doradcze i dostarczanie informacji rynkowych [Moscow Exchange, 2017]. MOEX stała się także liderem na światowym rynku finansowym. Według danych z grudnia 2016 r. giełda ta znalazła się na 2. pozycji w rankingu giełd według kryterium obrotu instrumentami dłużnymi, na 3. miejscu według kryterium wolumenu obrotu instrumentami pochodnymi oraz na 24. pozycji w zestawieniu giełd o największym obrocie instrumentami udziałowymi [Moscow Exchange, 2016].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

W lutym 2013 r. MOEX przeprowadziła publiczną emisję akcji i zadebiutowała na własnym parkiecie, pozyskując około 15 mld RUB. Według danych z grudnia 2016 r. kapitalizacja spółki wyniosła ponad 286 mld RUB (co dało jej 12. pozycję w zestawieniu największych giełd papierów wartościowych notowanych na rynku kapitałowym), a *free float* – 62,4% [Moscow Exchange, 2017].

2. Charakterystyka giełdowego rynku walutowego[2]

Giełdowy rynek walutowy w Rosji należy uznać za dobrze rozwinięty, płynny i w związku z tym unikatowy na tle innych krajów. Jego wyjątkowość polega na tym, że transakcje walutowe, które powszechnie są uznawane za instrumenty pozagiełdowe (*spot*, *forward*, *fx swap*), w Federacji Rosyjskiej są też przedmiotem obrotu scentralizowanego. Co więcej, w analizowanej w niniejszym opracowaniu 5-letniej perspektywie czasowej wskaźnik udziału walutowych obrotów giełdowych w całkowitych obrotach walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej systematycznie rósł z poziomu około 20% do nieco ponad 40% (rys. 2).



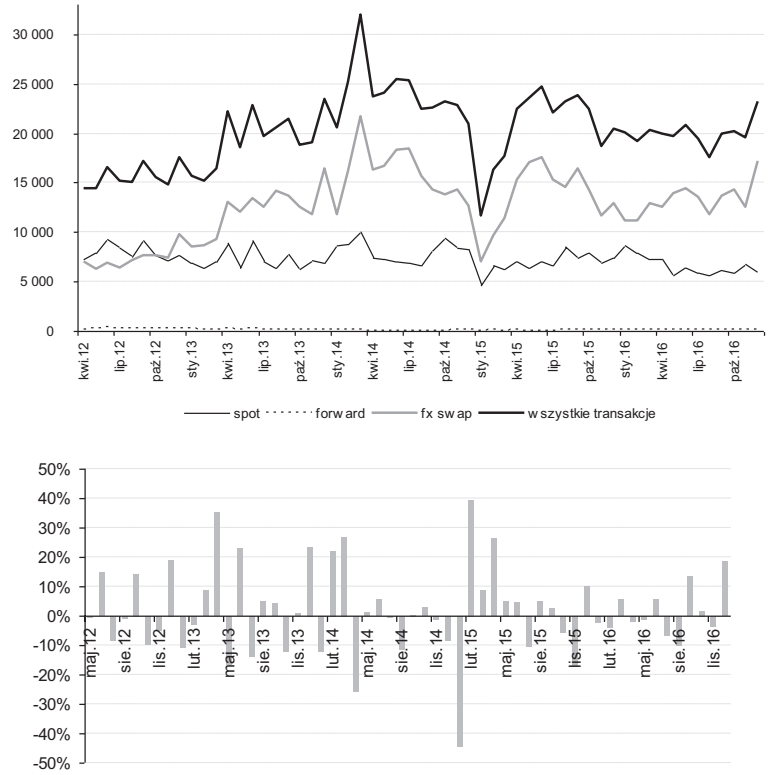
Rys. 2. Udział giełdowych obrotów walutowych w całkowitych dziennych obrotach walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej w latach 2012–2016 (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Central Bank of the Russian Federation].

[2] Badanie giełdowego rynku walutowego w Rosji zostało przeprowadzone w oparciu o dane statystyczne zbierane co miesiąc przez Bank Rosji, z zastosowaniem metodologii Banku Rozrachunków Międzynarodowych (BIS). Do Banku Rosji dostarczane są dane miesięczne, które w artykule na podstawie liczby dni roboczych w Rosji zostały zamienione na dane o dziennych obrotach. Bank Rosji publikuje informacje o strukturze obrotów ze względu na sposób zawierania transakcji dopiero od kwietnia 2012 r. Rynek walutowy w Federacji Rosyjskiej obejmuje operacje walutowe, takie jak: *spot* (natychmiastowe, kasowe), *forward*, *fx swap* oraz opcje. Z uwagi na relatywnie niewielkie obroty walutowe w segmencie opcji walutowych nie zostały one ukazane osobno na rysunkach, ale są ujęte w danych dotyczących wszystkich transakcji.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

Taką samą tendencję można zaobserwować w przypadku transakcji *fx swap*, które cechuje na tle innych operacji walutowych najwyższa relacja obrotów giełdowych do całkowitych – na koniec 2016 r. prawie co druga walutowa transakcja swapowa dokonana w Federacji Rosyjskiej została przeprowadzona za pośrednictwem lokalnej giełdy. Kasowy rynek walutowy Rosji także do pewnego momentu stawał się coraz bardziej rynkiem giełdowym (wskaźnik wzrósł z poziomu około 20% do 40%), ale w drugiej połowie 2016 r. tendencja się zmieniła. Z kolei transakcje walutowe *forward*, w zależności od okresu, cechował bardzo zmienny poziom relacji obrotów giełdowych do całkowitych dziennych obrotów walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej (rys. 2).



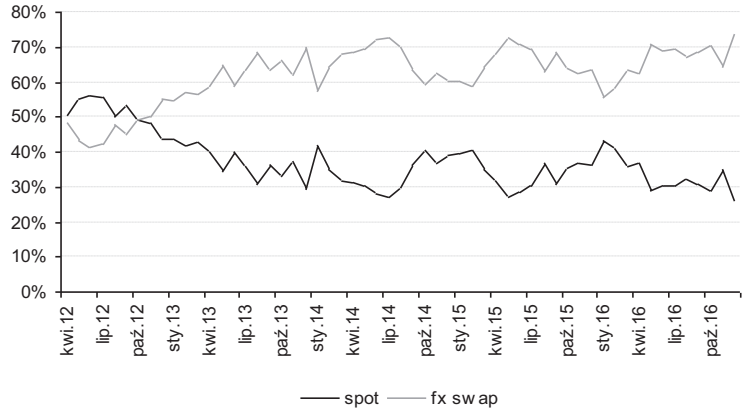
Rys. 3. Poziom (w mln USD) i dynamika zmiany (w %) dziennych giełdowych obrotów walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej w latach 2012–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Central Bank of the Russian Federation].

Analizując historię poziomów dziennych obrotów walutowych dokonywanych za pośrednictwem lokalnego rynku giełdowego w latach 2012–2016, można ją podzielić na kilka okresów: pierwszy – trwający do kwietnia 2014 r. z tendencją wzrostową; drugi – o tendencji spadkowej i kończący się w styczniu 2015 r., gdy zanotowano

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

najniższy poziom obrotów; trzeci – z odbiciem i stabilizacją wielkości dziennych giełdowych obrotów walutowych (rys. 3).



Rys. 4. Struktura transakcyjna dziennych giełdowych obrotów walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej w latach 2012–2016 (w %)

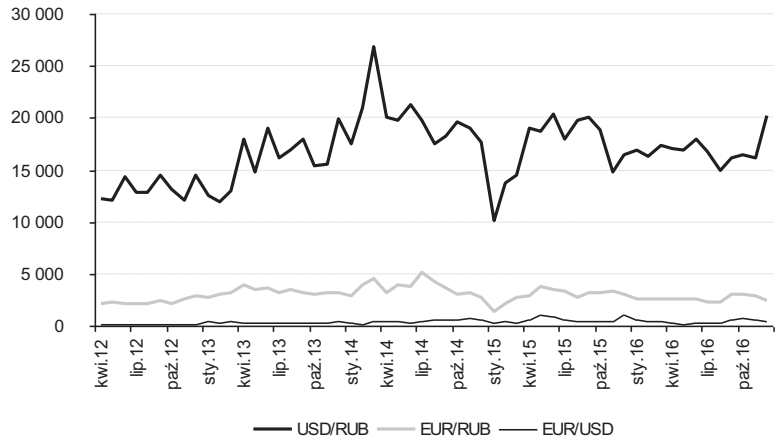
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Central Bank of the Russian Federation].

Tak jak na rynku globalnym, najważniejszymi instrumentami rosyjskiego giełdowego rynku walutowego są operacje swapowe oraz natychmiastowe. Transakcje *forward* i opcyjne przeprowadza się za pośrednictwem giełdy zdecydowanie rzadziej. Transakcje w segmentach *spot* oraz *fx swap* tworzyły w badanym okresie co najmniej 98% całego giełdowego rynku walutowego w Rosji (rys. 4). Warto przy tym dodać, że wskaźnik udziału operacji swapowych powiększał się systematycznie kosztem operacji natychmiastowych. Na koniec 2016 r. za około 74% dziennych obrotów odpowiedzialne były transakcje *fx swap*, podczas gdy segment kasowy stanowił tylko 1/4 część giełdowego rynku walutowego w Federacji Rosyjskiej.

Uczestnicy giełdowego rynku walutowego w Rosji handlują przede wszystkim na rynku USD/RUB. Zatem historię obrotów giełdowych na parze USD/RUB można podzielić na te same etapy, jak w przypadku całego rosyjskiego giełdowego rynku walutowego. Para EUR/RUB cieszy się zdecydowanie mniejszą popularnością wśród inwestorów giełdowych. Trzecie miejsce należy do relacji walutowej EUR/USD (rys. 5).

Udział rynku giełdowego w całym rosyjskim rynku EUR/RUB w badanym okresie nigdy nie spadł poniżej 40%, a zdarzały się miesiące, w których ta relacja przekroczyła poziom 70% (rys. 6). Od lutego 2015 r. lokalna giełda była odpowiedzialna co najmniej za połowę wszystkich operacji walutowych na parze EUR/RUB przeprowadzonych w Rosji. Tak wysokiego wskaźnika udziału nigdy nie udało się osiągnąć rynkowi giełdowemu w odniesieniu do pary USD/RUB, jednakże od marca 2014 r. jego wartość nie spadła poniżej poziomu 40%. W przypadku relacji

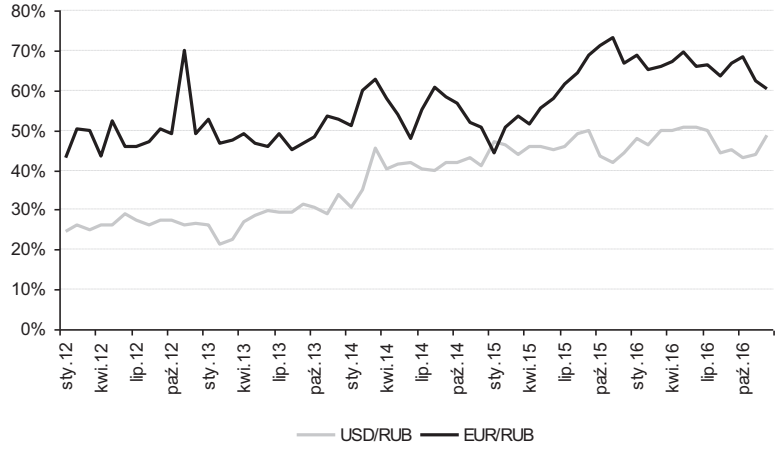
Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19



Rys. 5. Struktura walutowa dziennych giełdowych obrotów walutowych dokonanych w Federacji Rosyjskiej w latach 2012–2016 (w mln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Central Bank of the Russian Federation].

walutowej USD/RUB w analizowanym okresie można zauważyć rosnącą rolę rynku giełdowego – systematycznie coraz większa część obrotów na parze USD/RUB była realizowana za pośrednictwem giełdy MOEX.



Rys. 6. Udział giełdowych obrotów walutowych do całkowitych dokonanych w Federacji Rosyjskiej w latach 2012–2016 (w %)

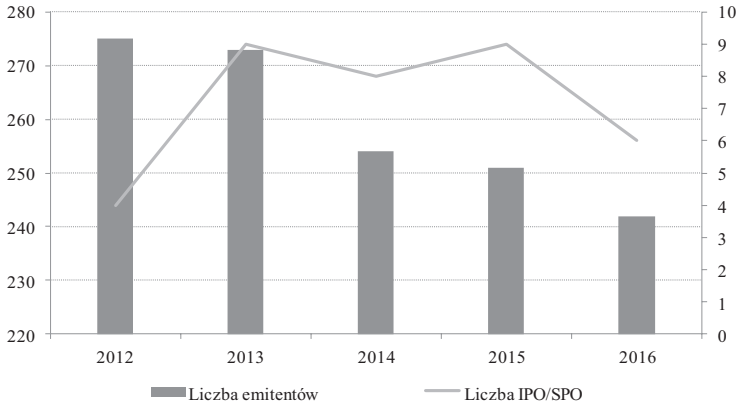
Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Central Bank of the Russian Federation].

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

3. Charakterystyka rynku akcji i obligacji na giełdzie MOEX

Giełda MOEX jest najważniejszym zorganizowanym rynkiem przeznaczonym do emisji i handlu instrumentami udziałowymi oraz dłużnymi w Rosji, chociaż – jak wskazano powyżej – wartość obrotu tymi walorami jest najmniejsza w strukturze całkowitych obrotów generowanych na tej giełdzie (rys. 1).

W przypadku rynku akcyjnego od momentu połączenia MICEX i RTS obserwuje się spadek liczby notowanych spółek (rys. 7). Bezpośrednio po przeprowadzonej fuzji giełd, w grudniu 2011 r., na nowo powstałym parkiecie obecnych było 320 emitentów, po roku działania MOEX liczba ta zmniejszyła się do 275, a na koniec 2016 r. w notowaniach były już tylko 242 podmioty. Liczba ofert przeprowadzanych jako IPO (pierwsza emisja publiczna) lub SPO (publiczna oferta sprzedaży) kształtowała się w analizowanym czasie rocznie od 4 do 9. Malejąca liczba emitentów oraz niewielkie zainteresowanie nowymi emisjami jest efektem m.in. zmian wprowadzanych w regulacjach MOEX od 2012 r., zaostrzających wymogi dotyczące debiutujących i już notowanych spółek w związku z dążeniem giełdy do zwiększenia jakości notowanych instrumentów oraz bezpieczeństwa obrotu [Moscow Exchange, 2016].



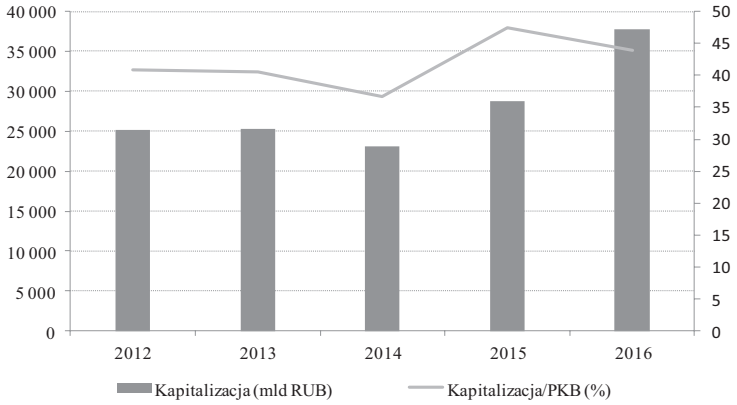
Rys. 7. Liczba spółek (emitentów akcji) notowanych na MOEX (oś lewa) oraz liczba przeprowadzonych IPO/SPO (oś prawa) w latach 2012–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016, 2017].

Mimo znacznego spadku liczby emitentów wartość całkowitej kapitalizacji notowanych spółek nie podlegała dużym wahaniom w początkowym okresie funkcjonowania MOEX. W momencie połączenia parkietów (w grudniu 2011 r.) kapitalizacja MOEX wyniosła 25 708 mld RUB i w kolejnych dwóch latach utrzymywała się na zbliżonym poziomie. W 2014 r. wartość ta obniżyła się do 23 155 mld RUB, jednakże w następnych latach odnotowała wzrost, kończąc rok 2016 na poziomie 37 740 mld RUB. Relacja kapitalizacji notowanych spółek do wartości PKB kraju

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

nie przekraczała jednak 50% (rys. 8). Warto dodać, że na rynku tym obserwuje się silną koncentrację kapitalizacji, tj. 10 największych spółek odpowiada za około 60–65% całkowitej kapitalizacji (są to m.in. Gazprom, Sberbank, Rosneft, Lukoil).



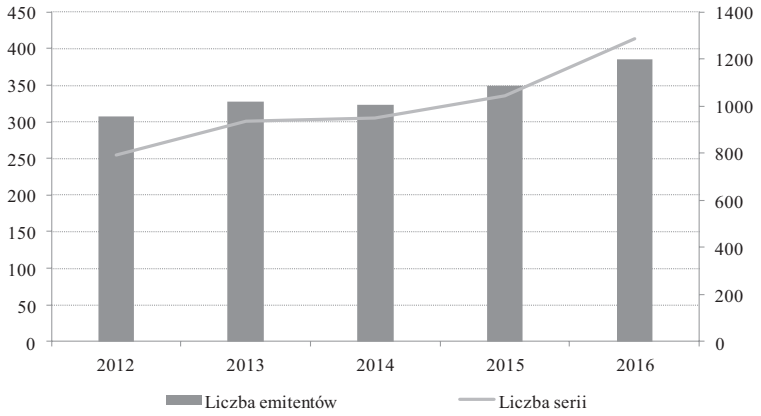
Rys. 8. Wartość kapitalizacji spółek notowanych na MOEX (oś lewa, w mld RUB) oraz relacja kapitalizacji do PKB Federacji Rosyjskiej (oś prawa, w %) w latach 2012–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016; www.moex.com; NAUFOR, 2016].

W przypadku instrumentów dłużnych na MOEX dopuszczone do obrotu są obligacje skarbowe, komunalne oraz korporacyjne. Na koniec 2016 r. notowano w sumie 1286 serii obligacji wyemitowanych przez 386 uprawnionych emitentów (rys. 9). W przeciwieństwie do rynku akcji, w tym segmencie rynku odnotowano od momentu połączenia giełd wzrost w zakresie liczby emitentów (z 308 w 2012 r.) oraz serii (z 793 w 2012 r.). Wzrosła także łączna wartość nominalna notowanych instrumentów, chociaż w relacji do PKB kraju zauważalny jest spadek w 2016 r. (rys. 10).

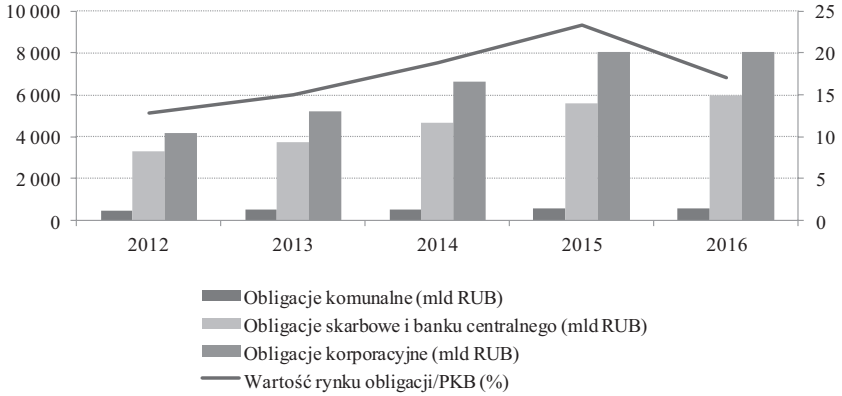
Analizując rynek instrumentów dłużnych na MOEX pod względem rodzaju notowanych obligacji, widać wyraźną przewagę obligacji korporacyjnych. W 2012 r. wartość emisji obligacji korporacyjnych wyniosła 4166 mld RUB, a w kolejnych latach sukcesywnie rosła, osiągając w 2016 r. poziom 8030 mld RUB (rys. 10). W analizowanym czasie zwiększyła się również wartość emisji obligacji skarbowych, choć tempo wzrostu nie było już tak wysokie, jak w przypadku obligacji korporacyjnych. Należy podkreślić, że wskaźnik obrotu dla instrumentów skarbowych zawsze był wyższy niż dla pozostałych typów obligacji. Najsłabiej rozwinięty jest segment obligacji komunalnych, których wartość nominalna kształtuje się w kolejnych latach w granicach nieco ponad 500 mld RUB, a obrót tymi instrumentami nie przekracza rocznie 400 mld RUB.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19



Rys. 9. Liczba emitentów obligacji na MOEX (oś lewa) oraz liczba notowanych serii obligacji (oś prawa) w latach 2012–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016; NAUFOR, 2016].



Rys. 10. Wartość nominalna rynku obligacji giełdy moskiewskiej (oś lewa, w mld RUB) oraz w relacji do PKB Federacji Rosyjskiej (oś prawa, w %) w latach 2012–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Moscow Exchange, 2016; www.moex.com; NAUFOR, 2016; Central Bank of the Russian Federation].

Jak wspomniano wyżej, obrót generowany przez inwestorów w segmencie instrumentów zaliczanych do rynku kapitałowego (dłużnych i udziałowych) ma marginalny udział w całkowitym obrocie na MOEX. Ponadto w analizowanym czasie obserwuje się pogorszenie tej relacji (rys. 1). W 2016 r. wskaźnik ten wynosił zaledwie 3%, podczas gdy w 2012 r. było to 6,5%. W ujęciu bezwzględnym oznaczało to zmniejszenie wartości obrotów z 24,1 bln RUB w 2012 r. do 23,9 bln RUB w 2016 r. (w tym obrót akcjami wyniósł 9,3 bln RUB oraz 14,6 bln RUB obli-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

gacjami) [Moscow Exchange, 2017]. Z tego względu wśród starań podejmowanych przez operatora MOEX w dążeniu do zapewnienia giełdzie rosyjskiej czołowego miejsca na światowym rynku finansowym są także działania skoncentrowane na powiększeniu bazy inwestorów, w tym m.in. zwiększenie wymogów wobec emitentów celem poprawy jakości notowanych spółek i bezpieczeństwa obrotu, ale także zmiany w ustawodawstwie odnoszącym się do funduszy emerytalnych, pozwalające im inwestować więcej aktywów w instrumenty pozaskarbowe, jak również wprowadzone zachęty podatkowe dla inwestorów indywidualnych nabywających akcje i obligacje [Moscow Exchange, 2016].

Podsumowanie

Scentralizowany rynek finansowy Federacji Rosyjskiej organizuje przede wszystkim giełda papierów wartościowych w Moskwie MOEX, która swoją ofertę instrumentów finansowych kieruje do bardzo różnych inwestorów, począwszy od indywidualnych, a skończywszy na dużych instytucjach bankowych zarówno krajowych, jak i zagranicznych. Cechuje ją wysoka dywersyfikacja produktów, gdyż umożliwia ona uczestnikom rynku giełdowego przeprowadzanie operacji finansowych nie tylko na tradycyjnych instrumentach giełdowych, takich jak akcje czy obligacje, ale też w tych segmentach rynku finansowego, na których zazwyczaj obrót ma charakter zdecentralizowany, a więc na rynku walutowym oraz pieniężnym. Przeprowadzona w niniejszym opracowaniu analiza pozwala na potwierdzenie przyjętej w pracy tezy.

Giełdowy rynek walutowy pełni istotną rolę w tworzeniu całego rynku walutowego w Rosji. Z informacji udostępnianych przez Bank Rosji wynika, że w 2016 r. był on odpowiedzialny za około 40% obrotów walutowych dokonanych w Rosji. A gdy analizą obejmie się wyłącznie segment międzybankowy, to aż za 53% obrotów (rok wcześniej wskaźnik kształtował się na poziomie 49%) [www.moex.com]. W latach 2012–2016 znaczenie giełdowego rynku walutowego rosło, gdyż wskaźnik relacji walutowych obrotów giełdowych do całkowitych systematycznie zwiększał swoją wartość. Giełda w największym stopniu odpowiada za obroty na rosyjskim rynku: *fx swapów* oraz EUR/RUB. W 2016 r. udział MOEX w międzybankowym rynku EUR/RUB wyniósł aż 80% (nastąpił wzrost wskaźnika z poziomu 68% w 2015 r.), a dla segmentu USD/RUB ta relacja osiągnęła wartość 61% (podczas gdy w 2015 r. było to 58%) [www.moex.com]. Giełdowy rynek walutowy to także kluczowy segment Moscow Exchange, porównując realizowane na nim obroty do innych segmentów giełdy moskiewskiej, w tym szczególnie do obrotów generowanych przez inwestorów na instrumentach udziałowych oraz dłużnych, które w 2016 r. stanowiły zaledwie 3% wartości całkowitych obrotów na MOEX.

W niniejszym opracowaniu przedstawiono jedynie wybrane zagadnienia dotyczące rozwoju giełdowego rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej. Złożoność prezentowanej tematyki oraz ograniczenia redakcyjne uniemożliwiają poruszenie

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

wszystkich kwestii charakteryzujących rosyjski rynek giełdowy. W szczególności dalszej analizy wymagają determinanty rozwoju tego rynku, struktura inwestorów oraz jego znaczenie na regionalnym (globalnym) rynku finansowym. Zagadnienia te będą analizowane przez autorki w kolejnych publikacjach.

Bibliografia

BIS, *Triennial Central Bank Survey Foreign Exchange Turnover in April 2016*, 2016, www.bis.org/publ/rpfx16fx.pdf [dostęp: 02.04.2017].

Central Bank of the Russian Federation, www.cbr.ru/Eng/statistics/?PrtId=finr [dostęp: 02.04.2017].

Kuśnierz B., Palicki J., *Wszystko, co chcielibyście wiedzieć o rosyjskich giełdach*, „Rynek Kapitałowy" 2008, nr 6.

Moscow Exchange, www.moex.com [dostęp: 04.05.2017].

Moscow Exchange, *Annual Report*, 2016, http://2016.report-moex.com/pdf/ar/en/en_2016-annual-report-pages.pdf [dostęp: 04.05.2017].

Moscow Exchange, *Investor Presentation*, 2017, fs.moex.com/files/15598 [dostęp: 06.05.2017].

NAUFOR, *Russian Stock Market: 2010 Events and Facts*, 2011, www.naufor.ru/download/pdf/factbook/en/Russian_Stock_Market_2010.pdf [dostęp: 04.05.2017].

NAUFOR, *Russian Stock Market: 2015 Events and Facts*, 2016, www.naufor.ru/download/pdf/factbook/en/factbook_2015_eng.pdf [dostęp: 04.05.2017].

Sputnik News, *Russian Stock Exchange Gets New Name*, 2012, https://sputniknews.com/business/20120703174382625 [dostęp: 06.05.2017].

Development of the Stock Exchange Financial Market in the Russian Federation on the Example of the Moscow Exchange

The aim of the article is to evaluate the development of the stock exchange financial market in the Russian Federation and to indicate its basic characteristics. Two segments of this market were analyzed: foreign exchange market and capital market. The research period encompasses years of 2012–2016 and the starting point was the first year of operation of the Moscow Exchange (MOEX) after the merger of two exchanges, namely the Moscow Interbank Currency Exchange (MICEX) and the Russian Trading System (RTS). The analysis of turnover and capitalization statistics (in the case of equity and bond markets) as well as the portfolio of financial instruments of the local stock exchange were used as a research method. The following thesis has been adopted in the paper: stock market in Russia, as a result of the strong diversification of its offer, gives investors a wide range of investment opportunities. The structure of the stock market in Russia is different from that seen in developed financial markets in other countries.

Rozwój giełdowego rynku finansowego w Federacji Rosyjskiej na przykładzie Moskiewskiej Giełdy Papierów Wartościowych

Celem artykułu była ocena rozwoju giełdowego rynku finansowego Federacji Rosyjskiej oraz wskazanie jego cech charakterystycznych. Analizie poddano dwa segmenty tego rynku: walutowy oraz instrumentów dłużnych i udziałowych (kapitałowy). Jako okres badawczy przyjęto lata 2012–2016, gdzie okresem początkowym był pierwszy rok funkcjonowania Giełda Papierów Wartościowych w Moskwie (Moscow Exchange – MOEX) powstałej w efekcie połączenia dwóch giełd, tj. Moskiewskiej Międzybankowej Giełdy Walutowej (Moscow Interbank Currency Exchange – MICEX) oraz Rosyjskiego Systemu Handlowego

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 02/11/2026 00:04:19

(Russian Trading System – RTS). Jako metodę badawczą zastosowano analizę danych statystycznych dotyczących obrotów i kapitalizacji (w przypadku rynku akcji i obligacji) oraz portfela instrumentów finansowych lokalnej giełdy papierów wartościowych. W pracy przyjęto następującą tezę: giełdowy rynek finansowy w Rosji na skutek silnej dywersyfikacji oferty instrumentów finansowych stwarza inwestorom szerokie możliwości inwestycyjne. Struktura rynku giełdowego w Rosji jest odmienna od spotykanej na rozwiniętych rynkach finansowych w innych krajach.