Методологическое обеспечение внедрения и развития института центрального контрагента на российском финансовом рынке

тема диссертации и автореферата по ВАК 08.00.10, доктор экономических наук Уткин, Виктор Сергеевич

**Год:**

2012

**Автор научной работы:**

Уткин, Виктор Сергеевич

**Ученая cтепень:**

доктор экономических наук

**Место защиты диссертации:**

Москва

**Код cпециальности ВАК:**

08.00.10

**Специальность:**

Финансы, денежное обращение и кредит

**Количество cтраниц:**

400

## Оглавление диссертации доктор экономических наук Уткин, Виктор Сергеевич

ВВЕДЕНИЕ.

1. ИССЛЕДОВАНИЕ ЭВОЛЮЦИОННЫХ АСПЕКТОВ ВОЗНИКНОВЕНИЯ И РАЗВИТИЯ ИНСТИТУТА ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.

1.1. Исторический аспект и причины возникновения института центрального контрагента за рубежом и в россии.

1.2. основы деятельности института центрального контрагента на современной стадии развития финансового рынка.

2. ФУНКЦИИ И СОДЕРЖАТЕЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ИНСТИТУТА ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.

2.1. Сущность деятельности центрального контрагента как важнейшего элемента системы функционирования финансового рынка.

2.2. Функции и роль центрального контрагента в рамках инфраструктуры финансового рынка.

2.3. Современные тенденции взаимодействия с центральными контрагентами финансовых властей.

3. РИСКИ И МЕТОДЫ УПРАВЛЕНИЯ ИМИ В РАМКАХ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ИНСТИТУТА ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА НА БИРЖЕВОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.

3.1. Определение и классификация рисков деятельности центрального контрагента на биржевом финансовом рынке.

3.2. Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке с центральным контрагентом.

3.3. Международные подходы управления рисками центрального контрагента на базе рекомендаций СРБЗ-ЮЗСО.

3.4. Методические подходы к стресс-тестированию системы управления рисками центрального контрагента на российском биржевом валютном рынке.

4. МО ДЕЛИ ФУНКЦИОНИРОВАНИЯ ЦЕНТРАЛЬНЫХ КОНТРАГЕНТОВ И МЕХАНИЗМЫ УПРАВЛЕНИЯ РИСКАМИ НА РОССИЙСКОМ ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ.

4.1. Необходимость и содержание специального нормативного регулирования центрального контрагента кредитной организации в России.

4.2. Центральный контрагент в системе биржевой торговли Московской межбанковской валютной биржи, центральный контрагент в рамках биржевой торговли Российской торговой системы.

4.3.Интеграция деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в России консолидированной биржевой инфраструктуры.

5.СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ РАЗВИТИЯ ИНСТИТУТА ЦЕНТРАЛЬНОГО КОНТРАГЕНТА В РОССИИ.

5.1. Направления развития института центрального контрагента в условиях интеграции инфраструктур финансовых рынков с учетом международного опыта

5.2. Формы реализации крупнейших рисков центральных контрагентов, являющихся кредитными организациями, взаимодействие центрального банка и центрального контрагента в целях обеспечения стабильности национального финансового рынка

5.3. возможности и модели взаимодействия центральных контрагентов на внутри и межгосударственном уровне.

## Введение диссертации (часть автореферата) На тему "Методологическое обеспечение внедрения и развития института центрального контрагента на российском финансовом рынке"

Актуальность темы исследования. Инфраструктурные услуги, предоставляемые специализированными организациями участникам финансового рынка, имеют важнейшее системное значение, которые включают в себя специализированное ответственное хранение, клиринговые операции, в том числе осуществляемые на основе центрального контрагента, услуги по осуществлению платежей, а также многие услуги, предоставляемые профессиональными участниками финансового рынка.

Клиринговые организации, шаг за шагом развивая свои услуги, объективно пришли к самой эффективной форме организации клиринга в виде клиринга, основанного на центральном контрагенте, который юридически является участником каждой сделки, заключаемой на рынке. Такой клиринг фактически осуществляет высшую концентрацию риска, капитала и обеспечения в целях экономии издержек участников торговли и повышения объемов сделок.

Стратегически ценным свойством центрального контрагента является формирование системного механизма управления кредитными рисками, возникающими в процессе взаимодействия между инфраструктурными организациями - поставщиками услуг и пользователями. Отсутствие созданной на базе центрального контрагента единой эффективной модели, осуществляющей концентрацию рисков и управления ими с одной стороны и активов и обеспечения с другой, неизбежно требует значительно больших капитальных затрат для управления рисками в каждой отдельной организации, наличия дополнительной ликвидности для обеспечения даже меньшего объема заключенных сделок.

История возникновения центральных контрагентов на зарубежных финансовых рынках показывает, что предпосылками для этого стали, прежде всего, возникающие риски неисполнения обязательств по сделкам со стороны участников торгов на биржевых площадках. Выявленные тенденции позволяют утверждать, что первые центральные контрагенты возникли именно на срочных рынках, которые характеризуются повышенными рисками. Мировой опыт в построении архитектуры инфраструктурных холдингов и определения в них места центрального контрагента существенно различается на разных сегментах финансового рынка. Это обусловлено как историей возникновения центральных контрагентов на этих рынках, так и особенностями локального законодательства.

Исследование особенностей деятельности в этих странах национального института центрального контрагента началось с их возникновения в середине первой декады 21 века как адекватного ответа на вызовы, с которыми столкнулся российский финансовый рынок в период своего развития и становления, что сопровождалось ростом рисков вызванного увеличением объемов операций, увеличением числа и повышением сложности финансовых инструментов, предлагаемых на рынке участниками для инвестирования.

Мировой опыт создания и функционирования центрального контрагента длительное время демонстрирует высокую надежность и эффективность этого института, порождая научно-практические дискуссии в кругах профессионалов финансового рынка относительно формирования излишне беспечного отношения участников к объемам рисков, принимаемых этим институтом, наряду с наличием высокой эффективности его функционирования.

Актуальность исследования подтверждается и рассмотрением глобального развития центральных контрагентов в мировом финансовом сообществом.

В июле 2008 года Группа тридцати (вЗО) запустила проект разработки финансовой реформы под руководством Организационного комитета во главе с председателем Полом А. Волкером и заместителями председателя Томмазо Падоа-Скиоппа и Арминио Фрага Нето. Работа велась на основе анализа драматических событий второй половины 2008 года, до основания потрясших устои традиционной финансовой системы и приведших к беспрецедентно масштабным денежным вливаниям в финансовый сектор властей как в США, так и во многих других странах, с целью сдерживания растущей финансовой паники. Обязательным для вышеупомянутой реформы является принятие мер по разработке механизма осуществления клиринга в качестве центрального контрагента (ЦК) на рынках производных кредитных инструментов и координация усилий, направленных на значительное снижение общего объёма неисполненных сделок на финансовом рынке. В сентябре 2009г. данная тема нашла свое продолжение в Питтсбурге где были выработаны концептуальные подходы к механизму заключения стандартизированных внебиржевых контрактов, которые должны заключаться на биржевых или электронных площадках, и их клиринг должен осуществляться через центральных контрагентов Данные подходы в обязательном порядке должны быть реализованы не позднее конца 2012г.

Исследование тенденций развития российской законодательной базы по данной проблеме, позволяет выявить заложенный подход на обеспечение выполнения первоочередных задач реформирования инфраструктуры национального финансового рынка в направлении дальнейшего повышения ее надежности и эффективности в стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 года (утв. распоряжением Правительства РФ № 2043-р от 29.12.2008 года, где была предусмотрена разработка закона «О клиринге и клиринговой деятельности», который предусматривал централизованный клиринг на основе специальных институтов (центральных контрагентов). Необходимо подчеркнуть, что до появления такого закона в российском законодательстве отношения, связанные с осуществлением клиринговой деятельности, не были урегулированы ни одним законодательным актом.

Дальнейшее развитие и необходимость законодательного обеспечения связана с задачами, поставленными Президентом России и Правительством Российской Федерации по созданию в России одного из международных финансовых центров, в котором центральный контрагент призван обеспечивать стабильность и надежность финансового рынка.

Создание института центрального контрагента начиная с 2006 года стало важным явлением для развития инфраструктуры финансового рынка в России и обусловлено было все возраставшей необходимостью решения ключевых задач развития финансового рынка. Предпосылки создания этого института определили его главные функции и перечень решаемых задач в том, числе управление рисками и повышение эффективности рынка.

Управление рисками - это главная и стратегическая функция центрального контрагента. Так, как с позиции исторического ракурса выявлено, что первые центральные контрагенты возникли именно на самых высокорискованных рынках - рынках производных финансовых инструментов. Если рассматривать центральный контрагент с позиции именно базисного института, концентрирующего на себе риски, то можно сделать определенное заключение, что центральный контрагент начинает «работать» как раз в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения с использованием специализированного инструментария в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке. В рамках этой функции центральный контрагент решает определенный объем задач, среди которых необходимо отдельно выделить предъявление требований к надежности участников сделок с центральным контрагентом и использование специальных механизмов обеспечения таких сделок.

В теоретическом плане выявлена роль маржинальных и иных гарантийных обеспечительных взносов в системе управления рисками центральных контрагентов при клиринге производных финансовых инструментов. Данный аспект тесно связан с реализацией функции управления рисками в процессе клиринга с центральным контрагентом.

Принятие в 2011 году закона «О клиринге и клиринговой деятельности» где введен, институт центрального контрагента, определены основы регулирования этой деятельности позволяет на основе анализа накопленного практического и методического опыта разработать научно-практические подходы по внедрению этого важнейшего института на российском финансовом рынке.

Недостаточное изучение вопросов становления, развития, методического обеспечения деятельности центрального контрагента в российских научных исследованиях обусловило актуальность диссертационного исследования.

Степень научной разработанности темы исследования. В основе исследования инфраструктуры финансового рынка, важнейшей частью которой являются центральные контрагенты, лежит теория финансового посредничества, предметом которой являются функции, цели и механизмы работы финансовых посредников. Роль финансовых посредников заключается в обеспечении связи между потенциальными инвесторами и объектами инвестиций, расширение круга потенциальных инвесторов. Инфраструктура берет на себя часть рисков и обеспечивает эффективное движение капитала и, как следствие, экономический рост.

Идея эффективного распределения ресурсов в экономике на основе преодоления неопределенности результата инвестирования, снижения риска вложений и увеличения числа альтернативных видов финансовых активов была заложена А.Пигу и развита в работах Р.Голдсмита, Дж.Герли, Е.Шоу, У.Зилбера, Х.Патрика, Й.Шумпетера.

Б. Фридмен развил в теории финансового посредничества аспекты диверсификации рисков по видам активов, страхования неопределенных рисков и их распределение между агентами. Важнейшей новацией в теории был также анализ экономии на масштабах операций и выгод от специализации финансового посредника.

В российской экономической литературе в последние годы заметен интерес к деятельности инфраструктурных финансовых посредников. В работах М.Алексеева, В.Алехина, В.Бурлачков, В.Герасименко, И.Герчиковой, М.Давтяна, Г.Журавлевой, А.Иващенко, И.Козельской,

Л.Крыловой, А.Лившица, В.Миловидова, С.Павлова, рассматриваются вопросы формирования и развития рыночной инфраструктуры, функционирования составляющих ее торговых и финансовых посредников, особенности их деятельности в переходной экономике.

В отечественной научной литературе проблемам клиринга и функций центрального контрагента уделялось определенное внимание, особенно в период интенсивного развития инфраструктуры российского финансового рынка 1993 - 1998 годов. Однако исследование закономерностей появления и развития центральных контрагентов, регулирования их деятельности не получило должного развития и до настоящего времени.

Изучение закономерностей развития института центрального контрагента, истории его возникновения, процессов развития его функций, роли в обеспечении стабильности финансового рынка проводилось в основном в зарубежной литературе, в частности Р. Norman, T. Koeppl , С. Monnet, R. Bliss, С. Papathanassiu.

Анализ проблем функционального развития центральных контрагентов в контексте взаимосвязи с обеспечением стабильного функционирования инфраструктуры финансовых рынков в период кризисных явлений в мировой экономике проводился фрагментарно, под практическим углом зрения как правило в связи с проблематикой управления рисками.

В качестве научных работ российских авторов по теории капитала, кредита, финансовых рынков и банковского дела, были рассмотрены исследования следующих ученых: А.Д. Некипелов, Б.Б. Рубцов, Я.М. Миркин, С.В.Лосев, М.Ю.Алексеев, В.Д.Миловидов, Е.Ф. Жуков, H.H. Лесовая, В.Г. Мусатов, A.A. Фельдман, Черников Г.П., A.C. Чесноков, М.А. Котляров, Л.Н. Красавина, Ю.Н.Локотцев, М. Матовников, Ю.Н.Мальцев, A.B. Мурычев, P.A. Мусаев, Р. М. Нуреев, Ю. Н. Попов, Н.Б. Рудык, Е.В. Рыбин, И.Н. Рыкова, и др.

Также тщательно прорабатывались труды зарубежных исследователей, таких как А Янгсон, А. Хиршман, Р. Иохансен, Р. Нурке, Р.Коуз, X.

Лиленд,Х, Зингер, П. Самуэльсон, которые были посвящены роли инфраструктуры в экономике и трансакционным издержкам, У. Шарп, О. Уильямсон, Г. Александер, Д. Бейли, Дж. Акерлоф, Дж. Бенстон, Р. Гильфердинг, Дж. Герли, Д. Даймонд, Б.Бернанке, Н. Брейди, Б.Хиллс, Д.Рул, С. Паркинсон, С.Янг, посвященных деятельности клиринговых организаций, центральных контрагентов и управлению рисками в инфраструктурных организациях.

Необходимость научно-теоретического осмысления этих проблем, а также отсутствие комплексных исследований в данной области определили выбор темы, цель и задачи исследования.

Целью исследования является разработка практических рекомендаций, направленных на повышение эффективности функционирования финансового рынка при консолидации его сегментов, обслуживаемых центральным контрагентом, а также комплексное обоснование теоретических и методологических подходов к внедрению и развитию института центрального контрагента на российском финансовом рынке.

Цель исследования обусловила необходимость решения следующих задач: изучить исторические аспекты возникновения и развития центрального контрагента на мировых финансовых рынках; определить теоретические основы деятельности института центрального контрагента, выделить его сущность, основные функции;

- выявить роль и характер воздействия деятельности центральных контрагентов на обеспечение развития финансовых рынков и финансовой стабильности;

- определить и классифицировать риски деятельности центрального контрагента в биржевой деятельности, разработать методологические основы построения механизма управления рисками центрального контрагента;

- разработать методические подходы к стресс-тестированию системы управления рисками центрального контрагента на российском биржевом валютном рынке;

- определить необходимость и содержание специального нормативного регулирования центрального контрагента кредитной организации в России;

- выявить соответствие отдельных российских инфраструктурных организаций выполняющих функции центрального контрагента требованиям и рекомендациям международных организаций;

- разработать варианты интеграции деятельности центральных контрагентов в процессе формирования в России консолидированной биржевой инфраструктуры;

- выделить и охарактеризовать особенности деятельности центральных контрагентов, выявить значимые условия их развития на финансовом рынке;

- определить возможные результаты реализации крупнейших рисков центральных контрагентов, являющихся кредитными организациями, выявить направления потенциального воздействия на их снижение со стороны Центрального банка.

Объектом исследования являются центральные контрагенты, действующие на организованном российском финансовом рынке.

Предметом исследования является совокупность финансовых отношений, складывающихся в процессе создания, деятельности и развития центральных контрагентов при выполнении ими своих функций.

Теоретическую основу диссертационного исследования составили труды отечественных и зарубежных учёных, в которых исследовались вопросы развития инфраструктуры финансового рынка, использованы также достижения зарубежных учёных в области методологии оценки и управления рисками клиринговых организаций-центральных контрагентов, оценке её эффективности, фундаментальные концепции и положения теории финансового посредничества, представленные в классических и современных исследованиях зарубежных и отечественных ученых-экономистов, базирующихся на институциональном подходе к изучению закономерностей формирования и развития инфраструктуры финансового рынка. Применены методологические разработки международных финансовых организаций по формированию институционального механизма регулирования финансового рынка, формирующие новую модель инфраструктуры финансового рынка, где обеспечение его надежности и эффективности функционирования возлагается на центрального контрагента.

Методологическая основа диссертационного исследования. Диссертация базируется на применении таких всеобщих методологических принципов научного познания, как принцип детерминизма, а также диалектический принцип изучения экономических явлений и процессов, позволяющих выявить основные тенденции, закономерности и противоречия развития центральных контрагентов.

Методологической основой диссертации послужили принципы системного анализа с использованием в его рамках структурно-функционального подхода, формальной логики, единства анализа и синтеза, логического и исторического, восхождения от абстрактного к конкретному.

В процессе выполнения исследования использовались также экспертно-аналитический, исторический методологические подходы, метод моделирования, сравнения и аналогий, а в качестве инструментов научного исследования применялись такие методы анализа, как сценарный анализ.

Информационной базой исследования явились научные издания, монографии, статьи, аналитические, статистические и иные публикации по вопросам развития организованных финансовых рынков, биржевой торговли, общего экономического развития страны и мирового сообщества в целом, официальные данные международных организаций.

При подготовке и написании диссертации автор использовал аналитические материалы государственных органов, научно-исследовательских институтов, опубликованные в соответствующих изданиях, а также размещенные на официальных сайтах в сети Интернет.

Информационную базу по правовым аспектам темы исследования составили Федеральные законы и нормативно-правовые акты Банка России, Федеральной службы по финансовым рынкам, законодательные и нормативные акты Европарламента и Еврокомиссии, а также решения, рекомендации аналитические материалы IMF, ESMA, CPSS/IOSCO.

## Заключение диссертации по теме "Финансы, денежное обращение и кредит", Уткин, Виктор Сергеевич

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Институт центрального контрагента в мировой практике финансового рынка представляет собой явление, не нашедшее достаточного отражения в научных исследованиях. Тем не менее данный институт получил широкое распространение на мировых финансовых рынках как развитых, так и развивающихся.

Рыночным экономикам требуются надежные и конкурентоспособные финансовые системы, национальные и международные, которые могли бы выступать в качестве посредников между владельцами финансовых ресурсов и теми, кто мог бы использовать эти ресурсы с высокой степенью эффективности и прогрессивности. Такое посредничество неизбежно влечет за собой риски: риск, связанный с преодолением предпочтений вкладчиков и заемщиков в отношении сроков платежей, а также риск в отношении кредитоспособности. Эффективность данного процесса зависит от взаимного доверия—доверия, основанного на уверенности в целостности организаций и рынков. Такая уверенность, принимаемая как данность, когда речь идет о стабильно функционирующих финансовых системах, была утеряна в период нынешнего кризиса во многом вследствие ее сложности и непрозрачности.

На сегодняшний день невозможно в полной мере оценить убытки и экономические последствия нынешнего кризиса, однако понятно, что они очень серьезны, независимо от того, оцениваются они в триллионах долларов, в степени экономического спада по всему миру, или в простых человеческих понятиях, таких как безработица и потеря личных средств. Необходимость развития инфраструктуры финансового рынка осознается не только участниками рынка, сформировалось понимание важности срочно принятия мер, которые затронут выявленные слабые стороны организаций, рынков, норм и правил, а также инфраструктуры.

Современные силы, приводимые в действие рынком в сочетании с реакцией официальных органов, создали серьезные препятствия для консолидации внутри финансовых систем и глобальных изменений в структуре таких систем. Среди вопросов, которые потребуют внимания, следует назвать возможности для неоправданной концентрации и увеличения числа конфликтов интересов. В связи со значительным расширением степени и области действия государственных систем обеспечения стабильного функционирования финансовой системы возникают практические вопросы касательно справедливого и предсказуемого официального вмешательства, в том числе вопросы, возникающие в связи с имеющейся в результате долей участия государства, и, более фундаментально, вопросы, связанные с адекватными границами и ожидаемыми результатами такого вмешательства, как со стороны финансовых организаций, так и их клиентов.

Институт центрального контрагента - уникальное явление для финансового рынка, образование которого продиктовано необходимостью решать несколько ключевых задач развития финансового рынка. Предпосылки создания института ЦК определил его главные функции, такие как управление рисками и повышение эффективности рынка, и перечень решаемых задач.

Управление рисками - это главная и ключевая функция центрального контрагента. Необходимо отметить, что первые центральные контрагенты возникли именно на самых высокорискованных рынках - рынках производных финансовых инструментов. Если рассматривать ЦК с позиции именно института, концертирующего риски, то можно сделать определенное заключение, что ЦК начинает «работать» именно в тот момент, когда риски реализовались и необходимо принимать определенные решения и использовать специализированный инструментарий в целях минимизации их влияния на ситуацию на рынке.

Сочетание защитных механизмов управления рисками, используемых биржевыми клиринговыми палатами-центральными контрагентами, в целом, доказало свою эффективность - в частности, количество случаев дефолта среди членов клиринговых палат является незначительным, а среди расчетных банков не было зарегистрировано ни одного дефолта. Кроме того, неисполнение обязательств участником клиринга ни в одном из случаев не оказало существенного негативного влияния на финансовую целостность какой-либо из указанных клиринговых палат. В то же время, в нескольких случаях резкое изменение рыночных цен привело к событиям, поставившим под сомнение финансовую целостность клиринговых палат, при этом выявив источники их уязвимости. Анализ типичных подходов к управлению рисками показывает, что клиринговые палаты-центральные контрагенты не могут быть неуязвимыми. В том, что касается управления риском дефолтов участников клиринга, каждый из механизмов защиты, обычно используемых клиринговыми палатами-центральными контрагентами, имеет свои потенциальные недостатки и внутренние ограничения. Разумеется, слабые стороны одного защитного механизма могут быть компенсированы сильными сторонами других защитных механизмов. Например, даже если бы собственные ресурсы клиринговой палаты-центральные контрагенты были довольно ограниченными, причин для беспокойства не существовало бы, при условии установления очень консервативных маржинальных требований. На самом деле, сбой в работе отдельно взятого защитного механизма, по общему правилу, сам по себе не означает образование кредитных потерь или снижение ликвидности в такой степени, что их невозможно было бы контролировать. Тем не менее, определенные события могут одновременно подрывать эффективность нескольких защитных механизмов. Одним из таких событий могло бы стать крайне резкое колебание цен, приведшее к эндогенному дефолту участника клиринга - т.е. дефолту, произошедшему из-за убытков по позициям участника или его клиентов, открытым в клиринговой палате, а не из-за убытков, вызванных каким-либо иным (экзогенным) источником. Гипотетически, данное обстоятельство могло бы повлечь за собой кредитные потери в объеме, не покрываемом маржей, депонированной участником, не исполнившим свои обязательства. Кроме того, это привело бы к избыточной нагрузке на механизмы денежных расчетов, возможно, попутно выявив их скрытые недостатки. Другим подобным событием мог бы стать сбой в работе участника клиринга, являющегося расчетным банком или поставщиком ликвидных ресурсов.

Централизованная форма клиринга на основе деятельности центрального контрагента является самой современной и высокоэффективной, позволяющей обеспечить концентрацию рисков, управления ими наряду с существенной экономией для участников торгов.

Процедура клиринга по сделкам с ценными бумагами имеет две ключевых стадии. После заключения сделки осуществляется расчет размера обязательств сторон в рамках сделки. Эта процедура часто именуется собственно клирингом. Данная процедура завершается расчетами по обязательствам, включая окончательную передачу активов (поставку) в обмен на окончательное перечисление денежных средств (оплату). Клиринговая организация действует в качестве центрального контрагента (ЦК), выполняя функцию законного контрагента для обеих сторон сделки, т.е. являясь покупателем для каждого продавца и продавцом для каждого покупателя в рамках определенной серии контрактов - например, заключенных на определенной бирже или в определенной торговой системе. С точки зрения участников рынка кредитный риск ЦК заменяет собой кредитный риск других участников.

В настоящее время, осуществление клиринга центральным контрагентом может рассматриваться в качестве неотъемлемой части современных процедур организованных рынков. Центральные контрагенты приобретают все большую популярность среди участников рынка, поскольку их функциональность уже не ограничивается рынками деривативов, а распространяется на более широкий диапазон финансовых инструментов.

Осуществление клиринга центральным контрагентом приобретает все большую популярность в мире - не только на рынках производных инструментов, где, ввиду связанного с ними высокого риска такой клиринг являлся обычной практикой уже несколько десятилетий, но и на фондовых рынках.

Клиринговые организации, осуществляющие деятельность в качестве центральных контрагентов, оказывают значительное влияние на функционирование финансовых рынков. Они могут увеличить эффективность и стабильность финансовых рынков в такой степени, что их бесперебойное функционирование обеспечит еще более эффективное использование обеспечения, снижение операционных издержек и рост ликвидности. Прилагая большие усилия для достижения экономии масштабов путем слияний и гармонизации технических процедур, участники рынка неизбежно оказались перед лицом необходимости сосредоточить внимание на одном из наиболее фрагментированных сегментов инфраструктуры европейского рынка ценных бумаг - клиринге и расчетах. Учитывая важность своей роли, ЦК должен иметь надежную политику в сфере управления рисками. ЦК принимает на себя всю полноту ответственности и перераспределяет риски среди участников рынка. Более того, если ЦК не исполняет свои функции управления рисками достаточно хорошо, это, наоборот, может привести к увеличению рисков на рынке.

Несмотря на то, что в настоящее время на мировых рынках, где клиринг осуществляется ЦК, доминируют крупные игроки, хорошо функционирующие ЦК приносят выгоду не только им. При наличии правильной структуры ЦК обеспечивает небольшим игрокам возможность работы на рынке, а эмитентам - возможность получить финансирование.

## Список литературы диссертационного исследования доктор экономических наук Уткин, Виктор Сергеевич, 2012 год

1. Федеральный закон от 07.02.2011 N 7-ФЗ "О клиринге и клиринговой деятельности"

2. Федеральный закон 07.12.2011 N 414-ФЗ "О ЦЕНТРАЛЬНОМ ДЕПОЗИТАРИИ"

3. Федеральный закон от 21. 11. 2011 N 325-Ф3 «Об организованных торгах»

4. Аксенов Д.А. Системы клиринга и расчетов на рынке ценных бумаг Японии. // Деньги и кредит. 2007. № 6. С. 52-55.

5. Аксенова Г. Запуск простого клиринга на ММВБ -дополнительный механизм управления рисками. // Рынок ценных бумаг. 2008. № S8. С. 7-7.

6. Антонов П.Ю. Роль и значение производных инструментов в экономике страны и особенности развития срочного рынка в России. // Управление финансовыми рисками. 2005. № 1. С. 36-43.

7. Банников В.П. Особенности инфраструктуры фондового рынка. // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2007. №5. С. 26-28.

8. Беляков А.Е. Централизация как фактор развития и оптимизации инфраструктуры фондового рынка России. // Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО. 2011. № 3. С. 16-18.

9. Бир и Иванофф, «Финансовая глобализация: проблемы системы платежей и альтернативы», 1991.

10. Ю.Блисс и Папатханассиу, «Клиринг деривативов, центральные контрагенты, и новации: экономические последствия», 2006

11. П.Бородина О.Б., Сакина E.H. Инфраструктура фондового рынка и деятельность регистратора. // Известия высших учебных заведений. Проблемы полиграфии и издательского дела. 2000. № 3-4. С. 113-121.

12. Бурлачков В. К. Денежная теория и динамичная экономика: Выводы для России

13. Валютный рынок ММВБ перешел на новую схему клиринга. // Рынок ценных бумаг. 2008. № S1. С. 4-5.

14. Н.Вершинин A.JI. Страховое обеспечение безопасности и надежности портфельного инвестора на финансовом рынке. // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. 2010. № 9. С. 70-74.

15. Ветлова C.B. Информационные технологии в депозитариях. // диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Москва, 1998

16. Габов A.B. Восстановление утраченных ценных бумаг. // Журнал российского права. 2010. Т. 3. № 159. С. 39а-55.

17. Гариков Д. Новая услуга на фондовом рынке ММВБ сделок на условиях простого клиринга и проведение расчетов по ним в торгового дня. // Рынок ценных бумаг. 2008. № S8. С. 4-5.

18. Горловская И.Г. Базовые модели организации учетной системы рынка ценных бумаг как основа услуг профессиональных субъектов. // Вестник Томского государственного университета. 2009. № 325. С. 114-118.

19. Давтян М.А., «Организация деятельности международных финансово-кредитных институтов» (2005 г.).

20. Давтян М.А., Бурлачков В.К., Крылова J1.B. «Международные валютно-кредитные отношения» (2005 г.).

21. Давтян М.А., Перцева С.Ю. «Современные платежные системы» (2005 г.).

22. Дуброва М.В., Козлова И.В. Современные тенденции развития межбанковских платежей в условиях финансовой глобализации. // Вестник Поволжского государственного университета сервиса. Серия: Экономика. 2010. № 9. С. 153-158.

23. Дурнов А.Н. Правовое регулирование предпринимательской деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг-депозитариев. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Москва, 2005

24. Ермаков А.Н. Инвестиционные банки на современном российском финансовом рынке. // Бизнес: Экономика, маркетинг, менеджмент. 2008. №3. С. 16-21.

25. Журавлев А.П. Вовлечение капиталов коммерческих банков в процесс развития инфраструктуры российского фондового рынка. // Аудит и финансовый анализ. 2008. № 1. С. 180-183.

26. Исаев И.А. Правовое регулирование клиринга и иных форм зачета. // автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Институт государства и права Российской академии наук. Москва, 2004

27. Исаев И.А. Правовое регулирование клиринга и иных форм зачета. // диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук / Москва, 2004

28. Исаев Э.А. Формирование индикативной финансовой системы макрорегиона. // Региональная экономика: теория и практика. 2009. № 10. С. 38-45.

29. Ишханов A.B., Малахова Т.С. Регулирование рынка деривативов на современном этапе развития мировой финансовой системы. // Финансы и кредит. 2011. № 17. С. 16-22.

30. Калинин Е. Иностранные ценные бумаги в России. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 6. С. 80-82.

31. Калинин Е. Российские ценные бумаги: инфраструктурные задачи и как поддержать темпы недавнего роста. // Рынок ценных бумаг. 2008. № S14. С. 1-7.

32. Карауш Д.М. Развитие российского фондового рынка под воздействием внешних факторов. // Финансовые исследования. 2009. № 22. С. 72-76.

33. Колесникова М.С. Проблема создания центрального депозитария в Российской Федерации. // Проблемы современной экономики. 2009. № 04. С. 233-235.

34. Колесникова М.С. Проблема создания центрального депозитария в Российской Федерации. // Проблемы современной экономики. 2009. № 04. С. 233-235.

35. Колесникова М.С. Система депозитарно-клирингового обслуживания трансграничных сделок на российском рынке ценных бумаг: текущее состояние и перспективы развития. // Финансы и кредит. 2011. № 1. С. 42-50.

36. Колесникова М.С. Сравнительная характеристика российской и зарубежных депозитарных систем. // Дайджест-финансы. 2008. № 5. С. 48-53.

37. Колотов Ю.О. Развитие инфраструктуры рынка финансовых услуг.// Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Кубанский государственный университет. Краснодар, 2003

38. Колотов Ю.О. Развитие инфраструктуры рынка финансовых услуг.// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Краснодар, 2003

39. Кондратьев Д.Ю. Влияние кризиса на инфраструктуру рынка ценных бумаг. // Государственная служба. 2011. № 2. С. 58-60.

40. Консидайн, «Сжимаем в объятиях друг друга, но риски управляют нашими различиями: Перспективы для ДТСС на рынке капиталов без границ», 2001.

41. Коппель и Монне, «Центральные контрагенты», 2006

42. Корищенко К.Н. К посткризисному развитию инфраструктуры и регулирования финансового рынка.// Деньги и кредит. 2010. № 4. С. 4247.

43. Котляров М.А., Ломтатидзе О.В. Институциональный подход в системе регулирования финансового рынка. // Финансы и кредит. 2011. № 27. С. 2-9.

44. Котляров М.А., Ломтатидзе О.В. направления развития финансового рынка России. // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2010. № 4. С. 24-32.

45. Кравчук А.Н. Клиентские депозитарии российских коммерческих банков, современное состояние и проблемы развития. // Финансы и кредит. 2007. № 47. С. 11-16.

46. Крахмалев C.B. Платежная система Германии уникальный расчетный механизм, органично интегрированный в общеевропейскую клиринговую инфраструктуру. // Финансы и кредит. 2007. № 7. С. 2635.

47. Куракин P.C. Организационные и посреднические договоры на биржевом рынке. // Право и экономика. 2010. № 11. С. 45-49.

48. Лансков П. В. Развитие инфраструктуры финансового рынка и оптимизация его регулирования. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 9. С. 14-18.

49. Лансков П.М. Методология формирования организационно-экономического механизма регулирования финансового рынка и его инфраструктуры. // Диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук / Санкт-Петербург, 2006

50. Лесовая H.H. Клиринг как компонент инфраструктуры рынка ценных бумаг. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Санкт-Петербург, 1997

51. Львутин П.П., Фертцер О.В. Первичные публичные размещения акций: обзор исследований. // Корпоративные финансы. 2007. № 1. С. 145-189.

52. Малышева A.B. Клиринг как элемент платежной системы. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Санкт-Петербург, 2000

53. Манакова Т.А. Становление региональной инфраструктуры финансового рынка в переходной экономике.// Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Кемерово, 1999

54. Миркин Я.М. Посткризисная стратегия развития финансового сектора России. // Вестник Финансовой академии. 2009. № 2. С. 12-17.

55. Михайлова М.В. Иностранные инвесторы на российском фондовом рынке.квалифицированные инвесторы: пути усовершенствования для компаний-нерезидентов. // Российское предпринимательство. 2010. № 6-1. С. 97-102.

56. Михайлова М.В. Расчет сделок с ценными бумагами с использованием взаимных междепозитарных счетов депозитариев коммерческих банков. // Банковские услуги. 2010. № 5. С. 14-19.

57. Мишина В. Ю. Перспективы интеграции финансовых рынков в странах СНГ. // Проблемы прогнозирования. 2010. № 5. С. 92-106.

58. Мишина В.Ю., Головнин М.Ю. Российский валютный рынок: достижения на пути либерализации. // Проблемы прогнозирования. 2006. №4. С. 113-125.

59. Мишина В.Ю., Головнин М.Ю.Российский валютный рынок: достижения на пути либерализации. // Проблемы прогнозирования. 2006. №4. С. 113-125.

60. МогенсКруз. Центральные депозитарии как поставщики услуг для эмитентов. // Депозитариум. 2008. № 5. С. 25-27.

61. Мозгин Д. Возможности и особенности работы российских депозитариев с международными ценными бумагами. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 6. С. 87-89.

62. Молодкин А.Ю. Об инфраструктуре рынка ценных бумаг Российской Федерации. // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 1. С. 186-190.

63. Молодкин А.Ю. Развитие инфраструктуры рынка ценных бумаг. // Аудит и финансовый анализ. 2009. № 2. С. 400-405.

64. Морозов А. 10 лет после кризиса 1998 года и новые перекрестки экономической политики. // Рынок ценных бумаг. 2008. № S14. С. 1519.

65. Мураховский Д.С. Перспективы и задачи развития российского рынка стандартных контрактов на фондовые активы в контексте общемировых тенденций. // Финансы и кредит. 2009. № 1. С. 50-54.

66. Новиков A.B., Новикова И.Я. Методические аспекты определения статуса финансовых центров, формирующихся в России. // Сибирская финансовая школа. 2008. № 5. С. 125-130.

67. Орлов Д.Ю. Тенденции развития фондового рынка Российской Федерации и повышение его эффективности. // Экономические науки. 2008. №40. С. 185-188.

68. Отчет о семинаре «Российский фондовый рынок: реструктуризация естественных монополий и интеграция в мировую финансовую систему взгляд со стороны инфраструктуры». // Рынок ценных бумаг. 2008. № S8. С. 32-33.

69. Панкин Г., Соловьев П. Особенности организации клиринга на биржевом рынке производных инструментов. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 20. С. 58-65.

70. Петрова О. Новые возможности развития бизнеса для специализированных депозитариев и регистраторов. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 5. С. 56-60.

71. Петрова О. Регистраторы, депозитарии, специализированные депозитарии как операторы персональных данных. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 17. С. 30-32.

72. Пичугов В.А. Проблемы развития фондового рынка в России. // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2009. № 8. С. 30-33.

73. Полещук E.H. Актуальные тенденции развития инфраструктуры российского фондового рынка. // Вестник Самарского государственного экономического университета. 2006. № 6. С. 97-102.

74. Полянцева Е.И. Управление развитием региональной рыночной инфраструктуры на основе повышения эффективности регионального финансового рынка. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Орел, 2005

75. Полянцева Е.И. Управление развитием региональной рыночной инфраструктуры на основе повышения эффективности региональногофинансового рынка.// Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Орел, 2005

76. Пучков А.Л. Клиринг возможности сокращения оборота наличных денежных средств. // Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал) Mininginformationalandanalyticalbulletin (зсіепіїГісап&есЬпісаЦоигпаІ). 1996. №5. С. 103-105.

77. Сидорова Н. Роль кастодиального депозитария в отсутствие центрального депозитария. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 814. С. 2023.

78. Сидорова Н. Роль кастодиального депозитария в отсутствие центрального депозитария. // Рынок ценных бумаг. 2008. № 814. С. 2023.

79. Соколов Д.И. Специализированные депозитарии на российском финансовом рынке. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Всероссийский заочный финансово-экономический институт. Москва, 2009

80. Сорокина Е.Ю. Особенности влияния российской экономики на рынок ценных бумаг в 2009 г. // Экономический журнал. 2010. № 17. С. 14-16.

81. Суслова Ю.Ю. Оценка состояния и развития финансово-кредитного комплекса рыночной инфраструктуры города. // Российское предпринимательство. 2008. № 8-1. С. 120-123.

82. Суханова Е.А. Депозитарии, их место и роль на рынке ценных бумаг. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Санкт-Петербург, 1999

83. Ткаченко В.Г. Формирование механизма межбанковского клиринга в Российской Федерации. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Санкт-Петербург, 2001.

84. Трифоненкова Т.Ю. Центральный депозитарий как элемент международного финансового центра. // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2010. № 16. С. 11-17.

85. У. Шарп, Г. Александер, Д. Бейли, «Инвестиции» (1998)

86. Уткин B.C. Механизмы обеспечения исполнения обязательств на биржевом финансовом рынке. // Финансовая аналитика: Проблемы и решения. 2010. № 5. С. 20-28.

87. Уткин B.C. Особенности управления рисками банковской кредитной организации центрального контрагента на финансовом рынке. // Финансы и кредит. 2010. № 47. С. 53-61.

88. Уткин B.C. Развитие нормативного правового регулирования института центрального контрагента в России. // Финансы и кредит. 2010. № 11. С. 26-32.

89. Уткин B.C. Развитие нормативного правового регулирования института центрального контрагента в России. // Финансы и кредит. 2010. № 11. С. 26-32.

90. Уткин B.C. Сущность деятельности и роль центральных контрагентов на современном финансовом рынке. // Финансы и кредит. 2009. № 40. С. 66-70.

91. Уткин B.C. Центральный контрагент на биржевых торгах российской торговой системы. //Финансы и кредит. 2010. № 7. С. 36-42.

92. Черный Б.В. Становление и перспективы развития клиринга на межбанковском валютном рынке. // Диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук / Москва, 2001

93. Шведова А.Н. Перспективы создания «мегабиржи» в рамках консолидации инфраструктуры рынка ценных бумаг. // Банковские услуги. 2008. №6. С. 13-18.

94. Ясус М.В. Новый федеральный закон «О клиринге и клиринговой деятельности» и его роль в развитии организованного рынка ценных бумаг в России. // Закон. 2011. № 8. С. 158-166.

95. Anderson, R (1981) 'Comments on "Margins and Futures Contracts", Journal of Futures Markets, Vol. 1, No. 2, pages 259-264.

96. Baer, H, France, V and Moser, J (1996) 'Opportunity Cost and Prudentiality: an Analysis of Futures Clearinghouse Behaviour', University of Illinois at Urbana-Champaign, OFOR Paper No. 96-01.

97. Bank for International Settlements (1997) 'Clearing Arrangements for Exchange-traded Derivatives', Committee on Payment and Settlement Systems Working Paper No. 23.

98. Barone-Adesi, G, Giannopoulos, К and Vosper, L (1999) 'VAR without Correlations for Portfolios of Derivative Securities', Journal of Futures Markets, Vol. 19, No. 5, pages 583-602.

99. Barone-Adesi, G, Giannopoulos, К and Vosper, L (2002) 'Backtesting Derivative Portfolios with Filtered Historical Simulation', European Financial Management, Vol. 8, No. 1, pages 31-58.

100. Bates, D and Craine, R (1999) 'Valuing the Futures Market Clearinghouse's Default Exposure during the 1987 Crash', Journal of Money, Credit, and Banking, Vol. 31, No. 2, pages 348-372.

101. Bernanke, В (1990) 'Clearing and Settlement during the Crash', Review of Financial Studies, Vol. 3, No. 1, pages 133-151.

102. BIS, «New Developments in Clearing and Settlement Arrangements for OTC Derivatives,» Technical Report, Bank for International Settlements, March 2007.

103. Black, F (1976) 'The Pricing of Commodity Contracts', Journal of Financial Economics, Vol. 3, pages 167-179.

104. Bliss, Robert and Robert Steigerwald, «Derivatives Clearing and Settlement: A Comparison of Central Counterparties and Alternative Structures,» Economic Perspectives, 2006, 30 (4, Fourth Quarter, Federal Reserve Bank of Chicago), 22-29.

105. Bliss, Robert R. and George G. Kaufman, «Derivatives and Systematic Risk: Netting, Collateral and Closeout,» Journal of Financial Stability, 2006, 2, 55-70.

106. Booth, G G, Broussard, J P, Martikainen, T and Puttonen, V (1997) 'Prudent Margin Levels in the Finnish Stock Index Futures Market', Management Science, Vol. 43, No. 8, pages 1177-1188.

107. Brady, N (1988) 'Report of the Presidential Task Force on Market Mechanisms', US Government Printing Office, Washington DC.

108. Broussard, J P (2001) 'Extreme-value and Margin Setting with and without Price Limits', Quarterly Review of Economics and Finance, Vol. 41, No. 3, pages 365-385.

109. Cornew, R W, Town, D E and Crowson, L D (1984) 'Stable Distributions, Futures Prices, and the Measurement of Trading Performance', Journal of Futures Markets, Vol. 4, No. 4, pages 531-558.

110. Cotter, J (2001) 'Margin Exceedences for European Stock Index Futures using Extreme Value Theory', Journal of Banking and Finance, Vol. 25, No. 8, pages 1475-1502.

111. Cotter, J and McKillop, D G (2000) 'The Distributional Characteristics of a Selection of Contracts Traded on the London International Financial Futures Exchange', Journal of Business Finance and Accounting, Vol. 27, No. 3/4, pages 487-510.

112. Danielsson, J and de Vries, C G (2002) 'Where do Extremes Matter?', Working Paper, www.RiskResearch.org.

113. Day, T and Lewis, C (1999) 'Margin Adequacy and Standards: An Analysis of the Crude Oil Futures Market', Vanderbilt University, FMRC Working Paper 96-20.

114. Dewachter, H and Gielens, G (1999) 'Setting Futures Margins: the Extremes Approach', Applied Financial Economics, Vol. 9, pages 173-181.

115. Duffie, Darrell, NicolaeGAarleanu, and Lasse Pedersen, «Securities Lending, Shorting, and Pricing,» Journal of Financial Economics, 2002, 66, 307339.

116. Eisenberg, Larry and Thomas H. Noe, «Systemic Risk in Financial Networks,» Management Science, 2001, 47 (2), 236-24.

117. Embrechts, P, Kluppelberg, C and Mikosch, T (1997) 'ModellingExtremal Events', Springer Verlag, Berlin.

118. Fenn, G W and Kupiec, P (1993) 'Prudential Margin Policy in a Futures-Style Settlement System', Journal of Futures Markets, Vol. 13, No. 4, pages 389^408.

119. Figlewski, S (1984) 'Margins and Market Integrity: Margin Setting for Stock Index Futures and Options', Journal of Futures Markets, Vol. 4, No. 3, pages 385-416.

120. Gay, G, Hunter, W and Kolb, R (1986) 'A Comparative Analysis of Futures Contract Margins', Journal of Futures Markets, Vol. 6, No. 2, pages 307-324.

121. Gemmill, G (1994) 'Margins and the Safety of Clearing Houses', Journal of Banking and Finance, Vol. 18, No. 5, pages 979-996.

122. Gyntelberg, Jacob and Carlos Mallo, «OTC Derivatives Market Activity in the First Half of 2008,» Bank for International Settlements, 2008.

123. Hardouvelis, G and Kim, D (1995) 'Margin Requirements, Price Fluctuations, and Market Participation in Metal Futures', Journal of Money, Credit and Banking, Vol. 27, No. 3, pages 659-671.

124. Hartzmark, M (1986) 'The Effects of Changing Margin Levels on Futures Market Activity, the Composition of Traders in the Market, and Price Performance', Journal of Business, Vol. 59, No. 2, pages S147-S180.

125. Hills, B, Rule, D, Parkinson, S and Young, C (1999) 'Central Counterparty Clearing Houses and Financial Stability', Bank of England Financial Stability Review, June, pages 122-133.

126. Hills, Bob, David Rule, Sarah Parkinson, and Chris Young, «Central counterparty clearing houses and financial stability,» Financial Stability Review, Bank of England, June 1999, pp. 122-134.

127. Hull J. Options, Futures and Other derivatives. NJ, Prentice Hall, 1997

128. Hull J., Fundamentals of Futures and Options Markets, NJ, Prentice Hall,

129. Jorion, P (2001) 'Value-at-Risk: The New Benchmark for Managing Financial Risk', McGraw-Hill.

130. Kalavathi, L and Shanker, L (1991) 'Margin Requirements and the Demand for Futures Contracts', Journal of Futures Markets, Vol. 11, No. 2, pages 213-237.

131. Keppo, J (1997) 'Calling for the True Margin', Applied Financial Economics, Vol. 7, No. 2, pages 207-212.

132. Kupiec, P (1994) 'The Performance of S&P 500 Futures Product Margins under the SPAN Margining System', Journal of Futures Markets, Vol. 14, No. 7, pages 789-811.

133. Kupiec, P (1997) 'Margin Requirements, Volatility, and Market Integrity: What Have We Learned since the Crash?', London School of Economics, Financial Markets Group Special Paper No. 97, June.

134. Kupiec, P and White, P (1996) 'Regulatory Competition and the Efficiency of Alternative Derivative Product Margining Systems', Journal of Futures Markets, Vol. 16, No. 8, pages 943-968.

135. Ledrut, Elisabeth and Christian Upper, «Changing post-trading arrangements for OTC derivatives,» BIS Quarterly Review, December 2007, pp. 83-95.

136. Longin, F (1999) 'Optimal Margin Level in Futures Markets: Extreme Price Movements', Journal of Futures Markets, Vol. 19, No. 2, pages 127-152.

137. Natenberg Sheldon, Option Volatility and Pricing. Advanced Trading Strategies and Techniques. Chicago, Probus, 1994

138. Pirrong, Craig, Rocket Science, «Default Risk and The Organization of Derivatives Markets,» Working Paper, University of Houston, 2006.

139. Simon Benninga, Financial Modeling, MIT Press, 2000

140. Telser, L (1981) 'Margins and Futures Contracts', Journal of Futures Markets, Vol. 1, No. 2, pages 225-253.

141. The Economics of Clearing in Derivatives Markets: Netting, Asymmetric Information, and the Sharing of Default Risks Through a Central Counterparty,» Working Paper, University of Houston, 2009.

142. Venkateswaran, M, Brorsen, B W and Hall, J A (1993) 'The Distribution of Standardized Futures Price Changes', Journal of Futures Markets, Vol. 13, No. 3, pages 279-298.

143. Warshawsky, M (1989) 'The Adequacy and Consistency of Margin Requirements in the Markets for Stocks and Derivative Products', Board of Governors staff

144. Warshawsky, M. (1989) "The Adequacy and Consistency of Margin Requirements in the Market for Stocks and Derivative Products", Board of Governors staff study, №158).2002