Пряничников Денис Валентинович. Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10.- Москва, 2006.- 146 с.: ил. РГБ ОД, 61 07-8/4068

**Содержание к диссертации**

Введение

ГЛАВА I. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ 11

1.1 Экономическая сущность манипулирования ценами на фондовом рынке' 11

1.2. Классификация основных видов манипулятивных сделок 22

1.3. Законодательные меры регулирования манипулятивных практик в США и странах Европы 37

ГЛАВА II. СОВРЕМЕННОЕ СОСТОЯНИЕ РЕГУЛИРОВАНИЯ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ 60

2.1. Анализ инфраструктуры и ликвидности российского фондового рынка 60

2.2. Технология выявления нестандартных и манипулятивных сделок 71

2.3. Автоматизированные системы мониторинга рынка акций 84

ГЛАВА III. ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ МЕХАНИЗМА ВЫЯВЛЕНИЯ И УСТРАНЕНИЯ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ 95

3.1. Разработка экономико-математической модели выявления манипулятивных сделок 95

3.2. Развитие организационно-правового инструментария устранения манипулятивных сделок 112

3.3. Повышение эффективности государственного регулирования российского фондового рынка 121

ЗАКЛЮЧЕНИЕ 130

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ 136

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования определяется необходимостью развития фондового рынка России, который должен стать одним из инструментов привлечения инвестиций в реальный сектор экономики с целью обеспечения устойчивого экономического роста. Основной функцией фондового рынка является перераспределение финансовых ресурсов, трансформация сбережений в инвестиции. Важнейшим условием осуществления этой функции является справедливое ценообразование, наличие общедоступности информации о рынке, равенства участников торговли.

Игра участников рынка на естественных колебаниях спроса и предложения способствует обеспечению ликвидности, сбалансированности рынка и формированию адекватных, соответствующих экономической ситуации, цен фондовых активов. Исходя из этого, манипулирование ценами представляет значительную опасность для финансовых рынков, так как направленное воздействие на цены ведет к дестабилизации рынка, образованию несправедливого ценообразования и возникновению экономических диспропорций, а также получению необоснованной прибыли, наносит ущерб рядовым инвесторам и профессиональным участникам фондового рынка.

Для осуществления манипулятивных практик имеется ряд объективных причин, вытекающих из характера финансовых рынков. Прежде всего, для распространения манипулирования благоприятным фактором становится неразвитость рынка, высокая концентрация собственности, отсутствие проработанных регулятивных мер по устранению недобросовестных практик, низкая ликвидность и информационная неэффективность - характерные особенности развивающихся фондовых рынков, и в том числе российского.

Однако и для развитых рынков, на которых отмечается бурный рост числа 'новых инструментов,' развитие технологий, расширение круга участников торгов, рост объемов появляются все новые возможности для манипулирования ценами. Например, бурное развитие рынка производных делает привлекательным манипулирование ценами базовых активов, лежащих в их основе. Допустим, для изменения цены фьючерсного контракта можно провести манипулятивные схемы, направленные на искажение рыночных цен акции или товара, являющихся базисным активом для фьючерса.

Также дополнительным фактором, способствующим развитию нечестных практик, является развитие Интернета и он-лайн трейдинга. Всемирная сеть дает практически неограниченные возможности для распространения преднамеренно искаженной информации за короткий срок огромному числу людей с целью воздействия на рынок. Несмотря на то, что в большинстве подобных случаев манипуляторы были выявлены регулирующими органами и наказаны, от повторения подобных случаев никто не застрахован.

Кроме того, развитие Интернета и интернет-трейдинга привело к формированию широкого круга инвесторов, торгующих на рынках вне пределов своей страны, при этом рынки стали сильно зависимы, денежные средства стали перетекать из страны в страну с большой скоростью и соответственно появились новые межбиржевые и межрыночные виды манипулирования, которые достаточно сложно отследить и устранить регулятивными органами стран с развитыми финансовыми рынками и с высоким уровнем он-лайн торговли.

Система законодательного регулирование манипулирования ценами в западных странах была реализована достаточно давно. В частности, в США запрещение манипулятивных сделок было отражено в законах о биржах и биржевой деятельности в 1933 - 1934 гг. Помимо законодательного

запрещения была наработана значительная практика надзорных действий, опыт проведения расследований, сбора доказательств и судебных решений по случаям манипулирования ценами на фондовом рынке.

Кроме того, в настоящее время на уровне организаторов торгов отслеживание манипулятивных сделок ведется с помощью автоматизированных систем мониторинга, которые используют методы статистического анализа и математического моделирования. Данные модели позволяют выявлять случаи, манипулятивных сделок, анализировать косвенные связи между событиями, происходящими на рынке, оценивать последствия манипулирования, и степень его влияния на формирования цен на биржевые активы.

В России в области законодательного регулирования манипулятивных  
сделок и инсайдерской торговли сделаны только первые шаги. Между тем  
отсутствие комплексной системы регулирования подобных явлений создает  
дополнительные внутренние риски российского рынка ценных бумаг наряду  
с имеющимися серьезными негативными факторами, такими как  
относительная слабость законодательной базы, защищающей интересы  
инвесторов, недостаточная развитость инфраструктуры,

макроэкономические ограничения.

Степень научной разработанности проблемы. Значительный вклад в разработку теоретических >и практических аспектов исследования манипулятивных сделок на фондовом рынке внесли отечественные ученые В.Н.Берзон, А.Н.Буренин, А.П.Иванов, И.С.Меньшиков, Я.М.Миркин, Б.Б.Рубцов, В.А.Тарачев, Б.М.Ческидов, Н.Б.Шеленкова, а также зарубежные специалисты М.Александер, М.Бапюли, Дж. Бейли, Р.Бенабоу, Э.Брэдли, Р.Джарроу, Дж.Ларок, Дж.Литнер, Б.Липман, Г.Марковец, Р.Тьюлз, Дж.Трейнер, Дж. Р. Хикс, У.Шарп.

Несмотря на большое число публикаций, пока отсутствуют научные работы, в которых бы в комплексном плане рассматривались вопросы

манипулятивных сделок на российском фондовом рынке и пути их устранения.

Лишь в отдельных публикациях косвенно затрагивается эта проблема. Более того, в отечественной экономической литературе и в российском законодательстве по-прежнему нет проработанной концепции регулирования манипулятивных сделок. Определения данного явления носят достаточно размытый характер, зачастую не проводятся границы между допустимыми и запрещенными практиками манипулирования, что осложняет процесс регулирования и создание прозрачной и эффективной инфраструктуры российского фондового рынка. Теоретическая и практическая значимость дальнейших научных разработок в этом направлении предопределили цель и задачи исследования.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является разработка и обоснование предложений по совершенствованию регулирования манипулятивными сделками в условиях российского рынка ценных бумаг, создание экономико-математической модели выявления манипулятивных сделок на основе оценки современного состояния отечественного фондового рынка. Для достижения заявленной цели в исследовании поставлены следующие задачи:

обобщить и дополнить теоретические аспекты манипулирования ценами на фондовом рынке, разработать классификацию видов и типов манипулятивных сделок на основе разделения на законодательно запрещенные и разрешенные виды манипуляций на первичном и вторичном рынках;

исследовать зарубежные подходы и инструменты законодательного и правоприменительного регулирования манипулирования, проанализировать действующие системы надзора за рынком ценных бумаг, в том числе автоматизированные системы, выявляющие нестандартные и манипулятивные сделки;

оценить текущее состояние российского фондового рынка, существующую практику регулирования и надзора за нестандартными и манипулятивными сделками в условиях российского рынка ценных бумаг;

рассмотреть информационную структуру российского фондового рынка, проанализировать зависимость распространяемой информации и торговых действий на изменения ценовой конъюнктуры на фондовом рынке;

разработать экономико-математической модели выявления манипулятивных сделок на основе регрессионного анализа статистических данных по торгам российскими акциями.

**Объект исследования**- манипулятивные сделки с ценными бумагами на российском фондовом рынке.

**Предмет исследования**- управленческие и организационно-экономические отношения, возникающие в процессе регулирования манипулятивных сделок между субъектами российского фондового рынка.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.**Теоретической основой исследования послужили труды отечественных и зарубежных ученых по проблемам фондового рынка и инвестиционных процессов, а также законодательные и нормативные акты, регламентирующие сделки на российском и зарубежных фондовых рынках.

В методологическую основу исследования были положены разнообразные современные методы: системный подход, аналитический, комплексно-факторный, абстрактно-логический, экономико-статистический, регрессионный анализы, методы аналогий, сравнительных и экспертных оценок, экстраполяции тенденций, статистической обработки данных по фондовому рынку.

Информационной базой исследования послужили статистические материалы Росстата, ФСФР России, Российской торговой системы (РТС), Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), данные информационных систем (СПАРК, СКРИН, Рейтер, Bloomberg), материалы американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), материалы

различных семинаров, круглых столов, российских и международных научных конференций, исследования ведущих консалтинговых компаний.

**Научная новизна**диссертационного исследования заключается в разработке концепции и методологии создания эффективной системы регулирования манипулятивных сделок с ценными бумагами между субъектами российского фондового рынка. На защиту выносятся следующие научные результаты, полученные лично автором:

обобщена, дополнена и систематизирована теоретическая база исследования манипулятивных сделок с ценными бумагами с целью обеспечения возможности их выявления и устранения на российском фондовом рынке на основе исследования институциональных аспектов функционирования российского рынка ценных бумаг, изучения зарубежного организационно-правового инструментария фондового регулирования;

разработан и обоснован комплекс предложений по минимизации негативного влияния манипулятивных сделок с ценными бумагами на формирование справедливых цен на рынке, а также на повышение информационного потенциала при принятии решений участниками рынка;

предложены уточнения в механизм манипулирования ценами на фондовом рынке, способствующие ограничению распространения ложной информации или других действий, направленных на искусственное контролирование курса ценных бумаг с целью получения дополнительной прибыли;

выявлены причины недостаточного развития отечественного фондового рынка, определены и классифицированы наиболее существенные недостатки, присущие отечественному фондовому рынку (наличие барьеров между рынком и реальным сектором, господство нерыночных форм присвоения корпоративных доходов, привязка в основном к предприятиям нефтегазового сектора, ограниченный набор финансовых инструментов, высокие издержки эмитента по выходу на рынок и др.), сдерживающие привлечение инвестиций в реальный сектор экономики;

доказано, что рост привлекательности отечественного фондового рынка, улучшение его информационной прозрачности, повышение его роли в качестве одного из основных инструментов, трансформирующих сбережения населения в инвестиции в реальный сектор экономику могут быть достигнуты только при эффективном государственном регулировании и контроле за деятельностью профессиональных участников фондового рынка;

обоснованы критерии информационных баз данных о недобросовестных ситуациях на фондовых торгах, создаваемых на основе методик регистрации простых отклонений, применения экспертных технологий, базирующихся на сочетании различных методов анализа информации;

разработаны основные направления совершенствования механизма выявления и устранения манипулятивных сделок на российском фондовом рынке. Предложена авторская экономико-математическая модель их выявления, включающая метод экспертных оценок, технологию определения круга лиц, вовлеченных в манипулятивные сделки, раскрытие приемов и способов, применяемых при ' воздействии на цену. Модель позволяет идентифицировать и отслеживать манипулятивные сделки в режиме реального времени.

**Теоретическая и практическая значимость работы.**Основные выводы и положения диссертационного исследования могут быть использованы при разработке нормативных актов, регулирующих российский фондовый рынок; при внесении изменений и дополнений в правила торгов российских бирж; в преподавании ряда дисциплин высшей школы - «Финансы», «Рынок ценных бумаг», «Инвестиции».

**Апробация результатов исследования.**Основные положения диссертационного исследования докладывались автором на V Международном социальном конгрессе «Социальная модернизация России: итоги, уроки, перспективы» в 2005 г., применялись в работе ФСФР России, прошли апробирование в практической работе отдела внутреннего контроля

инвестиционной компании «Брокерский дом Открытие», УК «КапиталЪ», применялись в преподавании ряда дисциплин в РГСУ и ГУ-ВШЭ.

По теме диссертационного исследования опубликованы 3 печатные работы общим объемом 0,9 п.л.

**Структура и объем работы.**Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы, изложена на 146 страницах, содержит 11 таблиц, 2 рисунка и 4 диаграммы. Список литературы включает 146 наименований.

## Экономическая сущность манипулирования ценами на фондовом рынке

Прежде всего, определим понятие фондового рынка как основного объекта данного исследования. Существуют различные подходы к определению данного понятия, на наш взгляд наиболее полным является следующее: «Фондовый рынок, он же рынок ценных бумаг представляет собой совокупность денежного рынка и рынка капиталов в части торговли фондовыми инструментами, удостоверяющими имущественные права своих владельцев на различные виды товаров указанных выше рынков»1.

Основными участниками фондового рынка являются:

эмитенты - предприятия и организации, привлекающие денежные ресурсы под размещение ценных бумаг;

финансовые посредники - брокеры и дилеры, обладающие соответствующими лицензиями, дающими им право осуществлять посреднические функции между эмитентами и инвесторами;

биржевой и внебиржевой рынки ценных бумаг - фондовые биржи и внебиржевые торговые системы соответственно;

инвесторы - юридические и физические лица, обладающие свободными денежными средствами и желающие их проинвестировать в ценные бумаги;

органы государственного регулирования и надзора - Министерство финансов, центральный банк, Комиссия по ценным бумагам и др.;

саморегулирующиеся организации - профессиональные объединения финансовых посредников;

инфраструктура рынка ценных бумаг - консультационные и информационные фирмы, регистраторы, депозитарные и расчетно клиринговые сети1.

Для целей данной работы необходимо также ввести понятие первичного и вторичного рынка ценных бумаг.

Первичный рынок ценных бумаг - рынок, на котором осуществляется размещение впервые выпущенных ценных бумаг. Основными участниками первичного рынка являются эмитенты ценных бумаг, организаторы размещения и инвесторы. Согласно российскому законодательству размещение ценных бумаг включает в себя: совершение сделок, направленных на отчуждение ценных бумаг их первым владельцам, внесение приходных записей по лицевым счетам или по счетам депо первых владельцев (в случае размещения именных ценных бумаг), либо по счетам депо первых владельцев в депозитарии2. В данной работе будут рассматриваться ценные бумаги, прошедшие публичное размещение ценных бумаг - размещение ценных бумаг путем открытой подписки, в том числе размещение ценных бумаг на торгах фондовых бирж и/или иных организаторов торговли на рынке ценных бумаг3.

Вторичный рынок ценных бумаг - рынок, на котором обращаются размещенные ценные бумаги, и осуществляется заключение гражданско-правовых сделок, влекущих переход прав собственности на ценные бумаги (обращение ценных бумаг).

Цель функционирования рынка ценных бумаг состоит в обеспечении механизма привлечения инвестиций в экономику, при этом очень важно, чтобы рынок ценных бумаг обеспечивал наличие механизма, способствующего эффективной передаче инвестиций (оформленных в виде тех или иных ценных бумаг) от инвесторов к эмитентам ценных бумаг. Важнейшим условием для эффективной передачи инвестиций является справедливое ценообразование, наличие общедоступности информации о рынке, равенство участников торговли.

Понятия манипулирование ценами на фондовом рынке раскрывается с различных позиций, в частности с точки зрения законодательства манипулирование ценами относится к недобросовестным биржевым операциям. С экономической точки зрения понятие манипулирование ценами раскрывается через определения воздействия подобных действий на ценообразование на рынке ценных бумаг.

## Анализ инфраструктуры и ликвидности российского фондового рынка

Для выполнения задач исследования необходимо рассмотреть инфраструктуру российского рынка, остановившись подробнее на его слабых сторонах. Прежде всего, необходимо отметить, что на фондовом рынке России большую роль играют так называемые крупные игроки, при этом большая часть сделок приходится на нескольких брокерских домов. Если проанализировать данные об объемах подтвержденных сделок, заключенных на классическом рынке РТС (внебиржевой рынок) в ноябре 2006 г., можно заметить, что при общем .объеме сделок в $2 378 812 640, больше половины из них (58%) приходится на пять основных участников торгов (табл. 3):

На рынке Московской межбанковской валютной биржи (далее - ММВБ) ситуация несколько иная - там большое число мелких инвесторов, что связано с тем что размер лотов на рублевом рынке ММВБ значительно меньше, чем в РТС, однако ситуация примерно такая же - на пять участников торгов приходится примерно 46% биржевого оборота (табл. 4).

Помимо высокой концентрации торговых оборотов среди участников торгов, на российском рынке заметно ощущается высокая концентрация собственности. Российский фондовый рынок, несмотря на значительный приток клиентов физических лиц, в последние годы по-прежнему остается рынком с относительно невысокой долей частных инвесторов (диаграмма 1).

Диаграмма I. Доля частных инвесторов в структуре собственности российских эмитентов в 2005 г. Далее остановимся на особенностях инструментов, торгуемых на российском рынке акций. Прежде всего, для российского рынка характерно низкое число торгуемых эмитентов, при этом, несмотря на значительный рост

Источник: данные The Boston Consulting Group IPO в 2005-2006 гг., по этому показателю российской рынок все еще отстает от зарубежных аналогов (табл. 5).

Помимо ограниченного числа эмитентов для российского фондового рынка характерна высокая концентрация операций, при этом эта ситуация остается практически неизменной в течение последних десяти лет.

В 1995-97 гг. на долю сделок с пятью акциями, являвшимися лидерами по объему продаж в РТС, приходилось более 63% от общего объема сделок в РТС. В последующие два года, сопровождавшиеся резким падением цен и объема операций на российском фондовом рынке, этот показатель превышал уже 83%.

В 2005 г. на долю пяти лидеров по объему продаж в РТС приходится также около 78% от общего объема операций, при этом на долю 13 акций 10 эмитентов (РАО «ЕЭС России», ОАО НК «ЛУКОЙЛ», ОАО НК «ЮКОС», ОАО «Сургутнефтегаз», ОАО ГМК «Норильский Никель», ОАО «Татнефть», ОАО «Мосэнерго», ОАО «Ростелеком», ОАО «Сибнефть», ОАО «Северсталь») - 98%).

## Разработка экономико-математической модели выявления манипулятивных сделок

Рассматривая проблемы манипулирования на российском рынке ценных бумаг, прежде всего необходимо отметить, что в российской практике нет официально доказанных случаев манипулирования. Вместе с тем, профессиональные участники и рядовые инвесторы уверены в том, что такие случаи имеют место. В 2004 г. после назначения на должность главы Федеральной службы по финансовым рынкам Российской Федерации (далее -ФСФР России) О.Вьюгина, журнал «Финанс» проводил опрос специалистов российского фондового рынка по поводу необходимости изменения подходов к регулированию и решению текущих инфраструктурных проблем рынка. Результатом опроса стал список из десяти проблем, наиболее актуальных для российского фондового рынка. Значительная часть участников опроса отдельно отметила проблему использования инсайдерской информации и манипулирования рынком1.

По оценкам экспертов, наибольшее распространение на российском фондовом рынке получили информационные манипуляции и часть торговых манипуляций . К числу наиболее распространенных методов относятся покупка и продажа ценной бумаги с целью создания видимости активной торговли, фальшивые сделки с ценными бумагами, в ходе которых не происходит фактической смену собственника, создание пулов участников . В табл. 9 приведены экспертные мнения по манипулированию на фондовом рынке. Тем не менее, несмотря на единодушие профессиональных участников, сходящихся во мнении о распространенности манипулирования, практически нет конкретных примеров таких случаев, доступных в открытых источниках.

Одним из первых случаев, описанных в прессе, является пример манипулирования ценами на рынке ГКО, в 1996 г.: 7 мая 1996 г. в последние секунды торговой сессии одному из дилеров удалось существенно (примерно на 10 процентных пунктов) снизить средневзвешенную цену ГКО 24 выпуска. Как следствие, значительная часть участников срочного рынка МЦФБ и Российской фондовой биржи, оперировавшая контрактами на цену указанного выпуска, понесла убытки, составившие ориентировочно 2,5 млрд. руб. (неденоминированных) .

Также можно привести еще один пример, который однако скорее относится к мошенничеству, а не к манипулированию. 26 апреля 2000 г. торги по акциям ОАО «Газпром» на Московской Фондовой Бирже (МФБ) начались с роста котировок (на 1,81% - закрытие предыдущего дня составляло 7,121 руб., а открытие - 7,25 руб.). В течение дня все акции на других торговых площадках продолжали свой рост, а по ОАО «Газпром» поступали только позитивные новости.

На американских рынках утром биржевая торговля по срочным сделкам началась с повышения, что дало основания предполагать аналогичное повышение на рынках акций. Несмотря на это, акции ОАО «Газпром»

ММВБ. Надзор на рынке ценных бумаг // Банковское дело в Москве. - 1998. - № 4 (40). претерпели снижение при больших объемах (открытие составило 7,25 руб. а закрытие - 6,99 руб.).