Чернышкин, Дмитрий Геннадиевич. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Чернышкин Дмитрий Геннадиевич; [Место защиты: Сарат. гос. соц.-эконом. ун-т].- Саратов, 2011.- 145 с.: ил. РГБ ОД, 61 11-8/2584

**Содержание к диссертации**

Введение

**1. Теоретический анализ маржинальных сделок как инструментов рынка ценных бумаг 13**

1.1. Понятие, природа и специфика маржинальных сделок. 13

1.2. Механизм совершения и функции маржинальных сделок. 24

1.3. Законодательные и иные ограничения маржинальной торговли в России 37

**2. Системные и несистемные риски совершения маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг 53**

2.1 Классификация рисков маржинальных сделок. Несистемные риски. 53

2.2. Системные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг . 69

2.3. Роль маржинальных сделок в развертывании кризиса российского рынка ценных бумаг в 2008 году . 79

**3. Совершенствование системы регулирования маржинальной торговли на российском рынке ценных бумаг 94**

3.1. Проблемы регулирования маржинальных сделок в России. 94

3.2. Направления снижения системного риска маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг . 102

3.3. Создание эффективной системы взаимодействия с саморегулируемыми организациями в части регулирования маржинальных сделок в России 114

Заключение 127

Список использованной литературы 134

Приложения 143

**Введение к работе**

Актуальность темы исследования. Отчет американской Комиссии по рассмотрению причина мирового финансового кризиса 2008-2009 годов в качестве одной из главных причин краха финансовых рынков всего мира назвал "субъективный фактор". Другими словами, кризиса можно было бы избежать, так как он был результатом действий или бездействий участников торгов и представителей регулирующих органов. Либерализация законодательства в сфере финансовых рынков, доминировавшая в последние 20 лет, привела к более масштабному использованию финансовыми институтами так называемого кредитного рычага или финансового левериджа. При этом Россия не стала исключением из данной общемировой тенденции. Более того, события, произошедшие на российском фондовом рынке в период острой фазы финансового кризиса 2008-2009 годов со всей очевидностью продемонстрировали многочисленные специфические, внутренние проблемы регулирования и функционирования российского рынка ценных бумаг. Российские фондовые индексы РТС и ММВБ к концу 2008 снизились более чем в пять, по сравнению с весной этого же года, в то время как в эпицентре кризиса - США падение индексов составило около 50%. Данный факт свидетельствует о том, что цены на российские активы падали не только под влиянием внешних факторов, воздействие которых не отрицается, но также и в результате многочисленных проблем и противоречий, накопившихся за новейшую историю становления и развития российского фондового рынка.

Среди внутренних факторов, оказавших наибольшее давление на котировки российских акций, можно назвать несовершенную систему управления маржинальными сделками - сделками, в которых участники используют не только свои, но и заемные средства, рассчитывая на положительный эффект финансового рычага. К началу кризиса доля сделок, в которых использовался капитал, на российском фондовом рынке приблизилась к 90% всего биржевого оборота, что свидетельствует о нарастании потенциала системного риска, способного вызвать необратимые негативные последствия на рынке. Кроме того, в качестве обеспечения по подобным сделкам участники рынка использовали низколиквидные ценные бумаги, в том числе и долговые, что прямо запрещено российским законодательством. В результате многочисленных дефолтов по корпоративным облигациям и кратного снижении котировок низколиквидных акций на российском фондовом рынке образовался кризис неплатежей, что и привело к описанным выше драматичным последствиям.

В этих условиях регулирующий орган российского фондового рынка - Федеральная служба по финансовым рынкам, оказался не способен оперативно воздействовать на участников торгов и профессиональных участников рынка - брокерские компании, биржи, регистраторы. Главная причина пассивности ФСФР, на наш взгляд, кроется в несовершенстве существующей системы регулирования и риск-менеджмента маржинальных сделок.

Стабилизация обстановки на российском фондовом рынке не привела, однако, к эволюции существующей системы регулирования и риск-менеджмента маржинальных сделок. В этой области по прежнему не решенными остаются вопросы создания единого расчетного центра, механизмов пополнения торгового счета, злоупотребления заемными средствами и использования в качестве обеспечения немаржинальных ценных бумаг.

Названные и другие проблемы функционирования сегмента маржинальных сделок российского фондового рынка показывают острую необходимость их теоретического, методологического и практического решения. Даже фрагментарное перечисление существующих проблем свидетельствует об актуальности исследования.

Степень разработанности проблемы. Научный интерес к проблеме маржинальных сделок у исследователей возник в начале ХХ века после обвала фондового рынка США в преддверии Великой американской депрессии. Однако по настоящему глубокие исследования маржинальных сделок можно найти в работах, опубликованных во второй половине прошлого века. Несомненная заслуга в анализе различных аспектов биржевых сделок с использованием заемного капитала принадлежит Г.Александеру, Э.Брэдли, Дж.Бэйли, Т.Тьюлзу и У.Шарпу.

Среди отечественных исследователей, занимавшихся различными проблемами маржинальных сделок можно отметить Н.Аннеснкую, А.Арифджанову, В.Галанова, Д.Иоффе, А.Еременко, С.Пухова, В.Титова.

Проблемами регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг занимались Л.Григорьев, В.Булатов, Я.Миркин, В.Потапова, Ю.Приходина, М.Салихов.

Проблемы риска и доходности маржинальных сделок нашли свое отражение в работах российских исследователей В.Ильина, С.Криворучко, М.Кудрявцева и Н.Сердюкова.

В работках таких российских авторов как А.Абрамов, М.Бланк, А.Суэтин исследована роль маржинальных сделок в развертывании кризиса на российском фондовом рынке в 2008 году.

Отдельные проблемы развития российского рынка ценных бумаг нашли свое отражение в работах П.Ланскова, В.Плескачевского, А.Потемкина, М.Прянишниковой, Б.Рубцова.

Однако, несмотря на всестороннюю оценку маржинальных сделок в отечественной и зарубежной литературе, анализ существующих работ показал, что большинство исследователей рассматривают проблемы маржинальных сделок в контексте общих проблем национального фондового рынка. Таким образом, за пределами научных дискуссий остались вопросы понятийного аппарата маржинальных сделок, подходов к пониманию их сущности, функций, которые заемный капитал выполняет на рынке ценных бумаг. В частности, необходим глубокий анализ специфики российского подхода к определению маржинальных сделок, который значительно отличается от зарубежного понимания сущности данного инструмента. Мало изучена роль маржинальных сделок в формировании и поддержании ценовых трендов на акции и облигации, обращающиеся на биржах, в процессах по оптимизации инвестиционного портфеля, недостаточны сведения и об иных функциях маржинальных сделок. Свидетельством отсутствия научного охвата этих и иных проблем маржинальных сделок является тот факт, что в России практически не ведется официальная статистика биржевых сделок с использованием заемного капитала в то время как за рубежом подобные расчеты ведутся уже почти столетие.

Требуют доработки теоретические и методологические основы управления рисками маржинальных сделок. В работах ряда российских и зарубежных ученых содержатся исследования рисков на микроуровне, то есть применительно к отдельным участникам торгов, в то время как проблема системного и иных рисков на уровне национального рынка в целом изучена крайне слабо. События, произошедшие осенью 2008 года на российском рынке ценных бумаг, со всей очевидностью продемонстрировали, что система управления рисками маржинальных сделок на российском рынке не эффективна.

Не менее остро стоят проблемы взаимодействия государственных регулирующих органов и саморегулируемых организаций (СРО). В частности, не решенными остаются вопросы отнесения различных функций по сбору и обработке статистических данных относительно маржинальных сделок, согласованных действий ФСФР и СРО в части мониторинга и пресечения нарушений в сфере использования заемного капитала. Эти и другие пробелы в научном освещении проблем маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг подтверждают актуальность темы исследования и необходимость ее теоретического, методологического и практического развития, что предопределило цель, задачи и структуру работы.

Цель и задачи диссертационного исследования. Перед исследованием была поставлена цель постановки, теоретического обосновании и решения комплекса вопросов, связанных с разработкой методологических подходов и научно-практических рекомендаций по совершенствованию механизмов функционирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Для достижения поставленной цели решались следующие задачи:

- раскрыть сущностное содержание эффекта финансового рычага, выявить факторы, влияющие на эффект финансового рычага на рынке ценных бумаг;

- уточнить и дополнить функции, которые выполняют маржинальные сделки на фондовом рынке;

- систематизировать существующие варианты классификаций рисков на рынке ценных бумаг, предложить авторскую классификацию рисков маржинальных сделок, учитывающую недостатки и преимущества существующих подходов;

- уточнить понятие и раскрыть сущность системного риска на рынке ценных бумаг;

- определить факторы, влияющие на потенциал системного риска рынка ценных бумаг; выявить основные показатели, требующие постоянного мониторинга в целях недопущения актуализации системного риска;

- определить роль маржинальных сделок в формировании предпосылок к развитию кризиса на рынке ценных бумаг России в 2008 году;

- выявить недостатки существующей системы регулирования маржинальных сделок в России;

- разработать методологические подходы и механизмы регулирования маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, обеспечивающие снижение системных и несистемных рисков;

- предложить и обосновать меры по повышению качества взаимодействия между государственным регулирующим органом и саморегулируемыми организациями в части регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

Предметом исследования в диссертационной работе являются экономические отношения, возникающие между профессиональными участниками, регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и участниками маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

Объект исследования - маржинальный сегмент рынка ценных бумаг России, его участники, инструменты, инфраструктура, механизмы регулирования.

Теоретическую основу диссертационного исследования составили теория финансов, теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности. В диссертационном исследовании использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, финансового менеджмента и фундаментальные положения о развитии рыночной экономики. Также в работе использовались методологические и прикладные разработки специалистов и профессиональных участников рынка ценных бумаг. Среди них особое место занимают работы, выполненные экспертами Российской торговой системы, Московской межбанковской валютной биржи, Федеральной службы по финансовым рынкам и Национальной ассоциацией участников фондового рынка.

Методологической базой диссертации являются диалектический, исторический и системный походы, позволяющие исследовать проблему в целом и отдельные ее вопросы в динамике, взаимосвязи и взаимообусловленности. В диссертационном исследовании использовались методы сравнительного, логического, функционально-структурного, финансового анализа. Также применялись различные приемы и методы статистико-математического анализа. Были задействованы статистические методы, в частности анализ динамических рядов.

Информационной базой диссертационного исследования послужили законодательные и нормативные акты, регулирующие процессы заключения маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг, материалы Федеральной службы по финансовым рынкам, Национальной ассоциации участников фондового рынка, Комитета по собственности Государственной Думы Российской Федерации, данные Министерства финансов. При написании работы использовались научно-практические публикации в периодических изданиях и размещенные в сети Интернет, а также экспертные мнения представителей крупнейших профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

Научная новизна в целом состоит в разработке авторской концепции развития маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг, позволяющей определить методологические принципы и методы взаимодействия регулирующих органов, профессиональных участников и саморегулируемых организаций, и на этой основе выработать конкретные механизмы снижения системных и иных рисков маржинального сегмента российского фондового рынка.

Основные научные результаты и их новизна состоят в следующем:

- разработана авторская трактовка понятия "эффект финансового рычага", под которым предлагается понимать способность заемного капитала оказывать влияние на изменение финансового результата деятельности хозяйствующего субъекта в зависимости от величины и дифференциала финансового рычага;

- систематизированы и дополнены функции маржинальных сделок, среди которых выделены функции увеличения абсолютной и относительной доходности участников рынка, диверсификации инвестиционного портфеля, обеспечения оптимального соотношения между риском и доходностью инвестиционного портфеля, функция создания с помощью заемных средств разнообразных инвестиционных стратегий, функция извлечения прибыли за счет падения рыночной стоимости ценных бумаг, осуществления арбитражных операций, функция совмещения инвестиционной и спекулятивной деятельности, хеджирования риска, повышения ликвидности и эффективности финансового рынка и функция создания и поддержания ценовых трендов;

- раскрыты и классифицированы несистемные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, к числу которых, в частности, отнесены рыночные риски (риски временной приостановки торгов, изменения уровня маржи, процентные и правовые риски, риски ликвидности и экстремальных убытков), риски в сфере обращения ценных бумаг (риски торговых площадок, поставок, урегулирования расчетов, регистраторов и депозитариев и операционные риски) и риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний (риски неисполнения обязательств и утраты контроля со стороны брокера);

- разработана авторская трактовка понятия системный риск маржинальных сделок, под которым предложено понимать бифуркационный риск, связанный с неспособностью одного из крупнейших участников маржинальных сделок выполнить свои обязательства должным образом, что может привести к нарушению нормального функционирования финансового рынка;

- выявлены показатели, характеризующие накопление потенциала системного риска, за которыми необходим постоянный мониторинг в целях недопущения его актуализации: уровень начальной и критической маржи участников рынка, список маржинальных ценных бумаг, доступных для открытия коротких позиций и используемых в качестве обеспечения по длинным маржинальным позициям, уровень ликвидности маржинальных ценных бумаг, волатильность рынка, вероятность временной приостановки торгов, устойчивость существующего ценового тренда;

- на основе анализа роли маржинальных сделок в развертывании кризиса на российском фондовом рынке в 2008 году предложены авторские рекомендации по совершенствованию системы регулирования маржинальных сделок в России;

- определены функции по регулированию маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, которые должны быть делегированы саморегулируемым организациям отечественного фондового рынка.

Теоретическая и практическая значимость работы заключается в том, что разработанная автором концепция регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг развивает теорию финансов в части теории ценных бумаг и теории финансовых рынков и финансовых институтов. Авторские теоретические положения доведены до конкретных методических и практических разработок и рекомендаций, имеющих важное народнохозяйственное значение - снижение системного и иных рисков, связанных с использованием заемных средств на рынке ценных бумаг.

Разработанные в диссертации научные положения и практические рекомендации могут быть использованы:

- Федеральной службой по финансовым рынкам при выполнении надзорной и контрольной функций за маржинальными сделками, заключаемыми на российском рынке ценных бумаг,

- саморегулируемыми организациями при формировании предложений по изменениям федерального законодательства в области маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг,

- организаторами торгов при усовершенствовании системы риск-менеджмента заключаемых на рынке маржинальных сделок,

- органами законодательной власти при разработке правового поля маржинальных сделок, заключаемых на российском рынке ценных бумаг,

- в учебных программах при изучении курсов "Рынок ценных бумаг", "Финансовые рынки и финансовые институты", "Финансовый менеджмент", "Инвестиции".

Апробация результатов исследования. Основные результаты исследования использованы в докладах на международных, всероссийских, региональных и межвузовских научных и научно-практических конференциях (Саратов, 2010-2011 гг.. Ставрополь, 2011 г., Москва, 2011 г.)

Наиболее существенные положения и результаты следования нашли свое отражение в публикациях автора общим объемом 5,44 п.л.

Предлагаемые автором практические рекомендации по управлению рисками и совершенствованию учета маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг нашли применение в деятельности инвестиционных компаний "Юнити-Траст", "Открытие".

Основные теоретические разработки используются в учебных программах кафедры финансов Саратовского государственного социально-экономического университета по следующим дисциплинам: "Финансовый менеджмент", "Инвестиции", "Иностранные инвестиции", "Рынок ценных бумаг", "Рынок ценных бумаг зарубежных стран".

Объем и структура работы. Работа имеет следующую структуру, определенную логикой исследования и совокупностью решаемых в нем задач.

## Законодательные и иные ограничения маржинальной торговли в России

В предыдущем параграфе мы отметили, что одной из главных функций маржинальных сделок является генерирование дополнительной прибыли за счет того, что доход от использования заемного капитала (в денежной форме или в форме ценных бумаг) превышает расходы на обслуживание кредита. Однако эффект финансового рычага может быть и отрицательным и в этом случае маржинальные сделки обладают потенциалом генерировать многочисленные риски, в том числе и системные. В этой связи особую актуальность приобретают проблемы регулирования маржинальной торговли.

До марта 2001 года практика совершения маржинальных сделок на российском фондовом рынке не была ограничена ни законодательными нормами, ни рамками регулятора — Федеральной комиссией по ценным бумагам (с 2004 года - Федеральная служба по финансовым рынка). Однако стихийное развитие российского брокерского рынка привело к тому, что российские брокерские компании активно внедряли услугу использования заемных средств. В результате по некоторым оценкам доля маржинальных сделок в общем объеме сделок, совершаемых на российском фондовом рынке, достигла 25 %12. Очевидно, что при столь высокой доле сделок, имеющих в силу свой природы повышенных риск, остро стал вопрос о регулировании данного сегмента российского фондового рынка.

В начале прошедшего десятилетия ФКЦБ стояла перед выбором - либо осуществить глубокую и всестороннюю трансформацию существующего законодательства, в том числе Гражданского Кодекса РФ, либо, не решая фундаментальные проблемы маржинальной торговли, принять внутренний документ, регламентирующий деятельность брокерских компаний, нормативы финансового рычага и списки ценных бумаг, доступных для покупки и продажи в рамках маржинальной торговли.

Сегодня, по прошествии десяти лет с начала первых попыток регулирования маржинальных сделок, становится очевидно, что регулятор выбрал второй, более короткий и легкий путь и принял нормативный документ, создающий правовую основу для контроля за всеми участниками рынка (включая брокерские компании и их клиентов). Однако данный вектор был выбран с учетом интересов всех участников российского фондового рынка. Так, в августе 2000 года проблемы маржинальных сделок и возможные варианты их регулирования обсуждались с представителями Национальной фондовой ассоциации, Московской межбанковской валютной биржи, Центрального Банка РФ и ФКЦБ. Итогом данного совещания стало принятие ФКЦБ через пол года первого постановления, регулирующего маржинальные сделки на российском фондовом рынке — Постановление № 6 от 23 марта 2001 года13.

Анализ данного постановления позволяет высоко оценить первый нормативный акт в области маржинальных сделок, тем более, что основные положения Постановления были составлены с учетом мнения инвестиционного сообщества. Среди явно конструктивных и перспективных положений данного документа можно отметить следующие: 1) Принятое Постановление положило конец конкуренции между брокерскими компаниями за клиента посредством увеличения бесконтрольного показателя — уровня маржи. Рассматривая риски, возникающие в связи с совершением операций на рынке ценных бумаг с помощью заемного капитала (Глава 2 данного диссертационного исследования), мы сделаем акцент на том, что высокий уровень маржи приводит к аккумулированию системных рисков, так как даже незначительное изменение рыночной конъюнктуры может привести к цепной реакции (расширение практики закрытия брокерами маржинальных позиций клиентов из-за повышенной волатильности рынка, что, в свою очередь, приводит к увеличению волатильности). 2) С момента принятия Постановления осуществление маржинальных сделок стало возможно лишь через биржевые системы. В результате обозначился второй уровень регулирования маржинальных операций - организатор торговли. Кроме того, через фондовую биржу ФКЦБ получила возможность влиять на деятельность профессиональных участников рынка, оказывающих услуги по совершению маржинальных сделок. 3) Постановление впервые обозначило круг задач, которые необходимо решить в рамках построения эффективной системы регулирования маржинальной торговли в России. В результате были инициированы процессы по сбору информации относительно объемов маржинальных оборотов, уровни маржи, списка наиболее используемых в качестве обеспечения ценных бумаг. Таким образом, сегмент маржинальных сделок впервые в новейшей истории российского фондового рынка стал прозрачным и открытым как для регулирующих органов и профессиональных участников рынка ценных бумаг, так и для инвесторов в российские финансовые инструменты. 4) На смену произвольной оценке платежеспособности клиентов пришло однозначное и жесткое толкование понятия "уровень маржи". Также было введено максимальное наказание за превышение допустимого уровня маржи - отзыв лицензии на брокерскую деятельность у профессионального участника рынка ценных бумаг. Итак, факт принятия ФКЦБ "Правил осуществления брокерской деятельности при некоторых сделках на рынке ценных бумаг" носил, безусловно, новаторский и конструктивный характер для развития российского фондового рынка и придал толчок к дальнейшему построению эффективной системы регулирования данного высокориского сегмента рынка.

## Системные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг

В предыдущем параграфе мы перечислили основные виды несистемных рисков, возникающих в связи с использованием участниками торгов заемного капитала при совершении сделок на рынке ценных бумаг. При этом мы отметили, что некоторые из указанных рисков не могут быть подконтрольны участникам торгов, из чего следует, что последние должны знать и верно оценивать данные риски. Сами по себе несистемные риски не несут глобальной опасности национальному фондовому рынку и их актуализация связана с убытками для отдельных участников торгов, отдельных профессиональных участников рынка или, в крайнем случае - для организаторов процедуры торгов ценными бумагами (как это было в конце 1990-х годов в период банкротства рядя российских срочных бирж). Это связано с тем, что несистемные риски не являются органической составляющей самой системы и, следовательно, подконтрольны регулирующим органам. Сисіемньїй риск, в отличие от несистемного, является сущностью самого инструмента маржинальных сделок. По этой причине он не в полной мере и не всегда адекватно оценивается и контролируется регулятором.

В российской научной литературе, посвященной рискам, с которыми сталкиваются участники финансового рынка, до сих пор нет единого подхода к пониманию сущности системного риска. В.В. Булатов под системным риском понимает "риск падения или даже краха всего фондового рынка такой риск имеют все без исключения ценные бумаги"23. Очевидно, что данное определение системного риска не может быть использовано для глубокого анализа процессов, происходящих на финансовых рынках. Не проясняет авторскую позицию и другое упоминание сущности системного риска: "системный риск - это риск изменения рыночных параметров: цен базовых активов (акций, облигаций и других ценных бумаг), срочных инструментов, параметров, отражающих активность рынка и корреляций между ценами финансовых инструментов"24.

В.А. Галанов разделяет все риски фондового рынка, на те, что присущи отдельной ценной бумаге и на риски, присущие всему рынку ценных бумаг25. Последний, очевидно, представляет из себя системный риск, однако автор не детализирует представленную классификацию и не дает определения выделяемых им рисков.

Более удачное понимание системных рисков на финансовом рынке изложено российскими исследователями Ильиным В.В. и Сердюковой Н.А.26. Говоря о системном риске, авторы имеют ввиду прежде всего бифуркационный системный риск. Бифуркация - это возникновение качественно отличного поведения элемента при количественном изменении его параметров. Другими словами, это перерождение системы. Особенность состояния бифуркации в том, что в этот момент вероятность достоверного прогнозирования новых свойств системы чрезвычайна мала. Таким образом, состояние бифуркации связано с высокой вероятностью актуализации системного риска, в результате чего система теряет свойство прогнозируемости и управляемости. Бифуркационный системный риск, следовательно, это риск незапланированного и планируемого с малой вероятностью перехода одного качественного состояния системы в другое.

Ильин В.В. и Сердюкова Н.А. выделяют следующие аспекты сущности бифуркционного системного риска: 1) разрушение взаимосвязей элементов системы (нарушение закономерностей функционирования системы), 2) разрушение в верхних уровнях иерархии (в центрах обработки, обобщения информации и выработки решений), 3) разрыв информационных каналов или их перегрузка, 4) нарушение достоверности информации, 5) нарушение качества работы исполнительных органов и снижение резервов. В результате ухудшается управляемость системы и искажаются все динамические процессы, 6) повышается уровень внешнего воздействия на систему, 7) управление системой возможно при условии достоверного прогнозирования новых свойств системы и окружающей среды, что в условиях бифуркации не представляется возможным. Мы разделяем точку зрения российских авторов Ильина В.В. и Сердюковой Н.А. о том, что системный риск связан с состоянием бифуркации и выражается в перечисленных выше аспектах. Однако, по нашему мнению, понимание сущности системного риска было бы не полным без анализа главного критерия системности и несистемности, который, на наш взгляд, лежит в иной, нежели представляют . Булатов В.В. и Галанов В.А. (Ильин В.В. и Сердюкова Н.А. вовсе не упоминают об этом) плоскости и связан с масштабом потенциальных потерь, причем, не только финансовых, но и качественных, связанных с нарушением важнейших связей в системе финансового рынка (отсюда и название — системный риск) и рождением новой системы, с иным принципом функционирования и регулирования. Наше понимание системного риска сходно с бифуркационным. системным риском, рассмотренным Ильиным В.В. и Сердюковой Н.А.. Так как. рождение каждой новой системы проходит через разрушение старой, то . данный процесс сопровождается отмиранием некоторых составных частей старой системы, что, очевидно, вызывает сопротивление со стороны регулирующих органов. Кроме того, и это на наш взгляд, самое главное, разрушение старой и рождение новой системы не обязательно связано с прогрессивным развитием. Необратимое нарушение системных связей может вызывать регрессивные последствия в системе. Таким образом, целью регулирующих органов является управление эволюционными изменениями и недопущение революционных сдвигов, которые могут произойти в результате актуализации системных рисков.

## Роль маржинальных сделок в развертывании кризиса российского рынка ценных бумаг в 2008 году

В предыдущей главе мы рассмотрели сущность системного риска, связанного с маржинальными сделками на рынке ценных бумаг, и пришли к выводу, что существующая в России система риск-менеджмента не является эффективной, так как допускает периодическое увеличение потенциала системного риска до критических уровней и не способна оперативно. реагировать на усиление кризисных явлений. События- осени 2008 года-подтвердили наши теоретические выводы. В этой связи остро стоит вопрос о реформировании существующей модели регулирования российского рынка маржинальных сделок. Традиционно в мире процесс регулирования маржинальных сделок осуществляется на четырех уровнях - государственные регулирующие органы, фондовые биржи, саморегулируемые организации и профессиональные участники рынка (брокерские, дилерские компании, банки). В компетенцию государственных регулирующих органов входит. выработка общих принципов функционирования рынка в целом и совершения маржинальных сделок в частности, в том числе и коэффициентов, отражающих уровень риска (уровень первоначальной маржи, критический уровень маржи, максимальный размер финансового рычага).

В России в качестве государственного регулирующего органа выступает Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), созданная в 2004 году на базе Федеральной комиссии по ценных бумагам (ФКЦБ). С 2004 года в пользу ФСФР отошли полномочия ее предшественников и параллельных . органов регулирования - ФКЦБ, Минфина, ЦБ РФ и МАПа. Таким образом, сегодня главными направлениями работы мегарегулятора российского фондового рынка является издание подзаконных актов (приказов и инструкций), контроль, надзор и лицензирование профессиональных участников рынка.

В начале 2011 года ФСФР усилила свое влияние на российский финансовый рынок за счет поглощения, регулятора страхового рынка -Росстрахнадзора. Окончательное формирование мегарегулятора еще не закончено, однако общие контуры будущего регулирующего органа, просматриваются уже сегодня. По словам Президента РФ Д.Медведева, новое, объединенное ведомство "получит функции по нормативно-правовому регулированию, контролю и надзору в сфере финансового рынка - за исключением банковской и аудиторской деятельности"41. При этом Президент уточнил, что функции регулирования страхового рынка перейдут ФСФР с "установлением определенных возможностей для этой службы", что означает фактически расширение функций мегарегулятора за счет поглощения им Росстрахнадзора, а не объединения двух ведомств.

Таким образом, сегодня ФСФР занимается вопросами регулирования российского финансового рынка за исключением банковского сектора и аудита. В обязанности ФСФР входит в том числе и регулирование маржинальных сделок, совершаемых профессиональными участниками и их клиентами на российском рынке ценных бумаг. В настоящее время можно выделить следующие направления регулирования маржинальных сделок: 1) ФСФР ограничивает минимальный размер собственных средств брокерской компании, желающей предоставлять своим клиентам услугу маржинальной торговли (на середину 2011 года минимальный размер собственных средств брокерской компании, предоставляющей услуги, по маржинальной торговле, должен быть не меньше 100 млн. рублей), 2) ФСФР лимитирует максимальный размер финансового рычага, который могут использовать инвесторы (1 к 1 для неквалифицированных инвесторов и 1 к 4 - для квалифицированной группы участников торгов), 3) ФСФР регламентирует список ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве залога по маржинальным сделкам и в качестве инструментов для открытия необеспеченных коротких позиций (список маржинальных ценных бумаг представлен на сайте службы www.fcsm.ru и периодически претерпевает изменения), 4) ФСФР устанавливает минимальный уровень маржи, при котором брокерская компания имеет право на принудительное закрытие позиций клиентов (в настоящее время брокерская компания имеет право осуществить принудительное закрытие маржинальной позиции клиента, если собственные средства последнего не превышают 35 % от общего размера позиции), 5) ФСФР также накладывает временный запрет на использование маржинальных сделок или даже на полную остановку биржевых торгов. Драматичное снижение курсов российских акций осенью 2008 года обнажило многочисленные проблемы существующего подхода к регулированию российского фондового рынка в части действия, предпринимаемых государственным регулирующим органом. Как мы уже отмечали в предыдущей главе, пятикратное снижение российских фондовых индексов на фоне не более чем двукратного снижения фондовых индексов развитых стран было вызвано скорее техническими причинами, нежели фундаментальной слабостью российских компаний. В качестве главной технической причины мы назвали принудительное закрытие длинных маржинальных позиций со стороны российских брокерских и дилерских компаний.

## Направления снижения системного риска маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг

Практический опыт показывает, что российские профессиональные участники рынка зачастую не обладают полной информацией о видах и степени риска, связанного с осуществлением маржинальных сделок, и ограничиваются лишь упоминанием в инвестиционных декларациях риска резкого обесценения портфеля в случае неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Выделенные и классифицированные в предыдущей главе риски лежат в основе построения эффективной системы риск-менедемента на российском фондовом рынке и могут быть использованы не только биржевыми посредниками, но и регулирующими органами. В настоящее время в мире преобладают две модели регулирования рынка. Первая модель основана на жестких, детальных правилах и формальных процедурах, всестороннем контроле за их соблюдением. Вторая модель предполагает более мягкий контроль и помимо жестких предписаний базируется на широком использовании стандартов делового оборота, неформальных договоренностей, традиций, рекомендаций, согласовании стиля поведения, на переговорах и пр. Первая модель характерна для США, вторая - для Великобритании и Швейцарии. Россия, выбирая в начале 1990-х годов свой путь развития, использовала за основу модель жесткого регулирования и контроля за использованием установленных правил.

В предыдущем параграфе мы уже упоминали тот факт, что государственный орган регулирования российского фондового рынка (ФСФР) на протяжении всей своей истории подминает под себя отдельные функции других регуляторов или целые ведомства. Последний пример укрупнения ФСФР связан с включением в нее функций Росстрахнадзора в марте 2011 года. Тот факт, что объединенное ведомство появилось в результате поглощения Росстархнадзора, но не объединения его с ФСФР, говорит о том, что тенденция по ужесточению регулирования российского финансового рынка усиливается. Сегодня ФСФР объединяет в себе функции всех ведомств, которые ранее осуществляли сегментированное регулирование фондового рынка: 1) государственная регистрация выпусков, проспектов и отчетов о выпусках ценных бумаг, 2) обеспечение раскрытия информации на рынке ценных бумаг, 3) контроль за деятельностью профессиональных участников рынка ценных бумаг, 4) издание подзаконных актов и инструкций по вышеперечисленным компетенциям. Очевидно, что процесс расширения функций нового органа сопровождался урезанием возможностей для равноправного сотрудничества между регулятором и профессиональными участниками фондового рынка. ФСФР получила права заниматься не только контролем, но и надзором, и лицензированием. То есть мегарегулятор одновременно разрабатывает правила игры, контролирует их исполнение и карает нарушителей. Совмещение всех трех функций в рамках одного органа противоречит общемировой практике, так как исключает использование механизма сдержек и противовесов, что, помимо прочего, способствует и принятию ФСФР коррупционных решений. Однако, несмотря на выделенную нами тенденцию ужесточения регулирования российского фондового рынка, мы полагаем, что действующая модель исчерпала себя. Выбор в пользу доминирования жестких мер регулирования в начале 1990-х годов был оправдан зачаточное состояние финансового рынка, многочисленные правонарушения, отсутствие правового поля, эти и многие другие факторы требовали принятия жестких и незамедлительных решений. Но сегодня становится все более очевидно, что попытка создать в России низкорисковый фондовый рынок, эффективно выполняющий функцию перелива капитала путем жестких запретов и тотального контроля, не удалась. Уже к концу 1990-х годов стало ясно, что масштабы объекта регулирования (российского фондового рынка) не соответствуют гигантским масштабам регулятора. В результате регулирующие функции начали страдать недостатком субъективизма и избирательного отношения к профессиональным участникам, что, как мы уже отмечали выше, является следствием совмещения в одном органе функций надзора, контроля и лицензирования. Анализируя данные проблемы российского фондового рынка, Я.Миркин отмечает асимметрию в отношениях регулятора с рынком по следующим линиям: "иностранные инвесторы - отечественные инвесторы", "брокерские и дилерские компании - банки", "инфраструктура рынка, созданная Федеральной комиссией по ценным бумагам - инфраструктура, созданная и ли находящаяся под влиянием Банка России"47. К представленному списку асимметрий российского фондового рынка мы можем добавить еще один - тотальный контроль за .рынком со стороны ФСФР и незначительная степень влияния на рынок со стороны саморегулируемых организаций. Таким образом, модель регулирования фондового рынка, основанная на жестком контроле и детальном регламентировании деятельности профессиональных участников, препятствует дальнейшему развитию российского фондового рынка, не способствует решению реальных экономических проблем и тормозит процессы по созданию в Москве мирового финансового центра. В этой связи мы полагаем, что в настоящее время возникла объективная необходимость перехода от модели контроля на основе жесткого регулирования к модели сотрудничества и равного отношения ко всем участникам. Одним из направлений построения новой модели является совмещение методик и рекомендаций Федеральной службы по финансовым рынкам со стандартами Саморегулируемых организаций (СРО). Саморегулируемые организации профессиональных участников фондового рынка - это некоммерческие организации, добровольными участниками которых являются юридические лица, осуществляющие посредническую деятельность на фондовом рынке. Целью функционирования саморегулируемых организаций является обеспечение оптимальных условий для работы профессиональных участников рынка ценных бумаг. Для достижения данной цели СРО выполняют следующие функции: 1) разработка правил и стандартов профессиональной деятельности на российском фондовом рынке, .2) мониторинг деятельности профессиональных участников в плане ее соответствия указанным стандартам и правилам, а также действующему законодательству, 3) защита интересов акционеров компаний-эмитентов, 4) разработка дисциплинарных кодексов поведения профессиональных участников рынка ценных бумаг, 5) разрешение конфликтов между членами саморегулируемых организаций.