

Бабадаева Виктория Марковна

**«Совершенствование системы выявления и пресечения
манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с
использованием ценовых критериев».**

Специальность 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Автореферат

диссертации на соискание ученой степени

кандидата экономических наук

Москва – 2011

Работа выполнена на кафедре «Финансы и кредит» экономического факультета Московского государственного университета имени М.В. Ломоносова.

Научный руководитель: Д.э.н., доцент, **Шилова Евгения Витальевна**

Официальные оппоненты: Д.э.н., профессор

Шуркалин Александр Константинович

К.э.н., Хрестинин Вячеслав Викторович

Ведущая организация: Российская академия государственной службы при Президенте Российской Федерации

Защита состоится «21» апреля 2011 года на заседании диссертационного совета Д 501.001.10 при Московском государственном университете им. М.В. Ломоносова по адресу 119991, Российская Федерация, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 3-й учебный корпус, экономический факультет, ауд. 333.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке МГУ им. М.В. Ломоносова по адресу: 119991, Российская Федерация, г. Москва, ГСП-1, Воробьевы горы, Московский государственный университет имени М.В. Ломоносова, 2-й учебный корпус.

Автореферат разослан « 21» марта 2011 года.

С текстом автореферата можно ознакомиться на сайте <http://www.econ.msu.ru>.

**Ученый секретарь
диссертационного совета**

К.э.н., доцент, Байдина Оксана Сергеевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования

Актуальность темы исследования связана с необходимостью повышения эффективности фондового рынка России, призванного обеспечивать справедливое ценообразование акций российских компаний. Манипулятивные действия, направленные на искусственное искажение цен акций российских компаний, способствуют возникновению экономических диспропорций на российском фондовом рынке, снижают его эффективность, и как следствие, наносят ущерб добросовестным участникам рынка. Рыночные злоупотребления, к числу которых относятся манипулятивные действия на рынке ценных бумаг, нарушают равенство участников фондового рынка в части возможностей принятия инвестиционных решений.

Проблематика манипулятивного характера ряда сделок на российском фондовом рынке в последние годы является предметом пристального внимания, как со стороны деловых кругов и государственных органов, так и научного сообщества. И, хотя в российском законодательстве не закрыты пробелы, связанные с регулированием подобных сделок, однако уже наметились пути решения данной задачи в рамках принятия закона «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулированию рынком», вступившего в силу в 2011 г. До настоящего времени отсутствие подобного закона, наряду с недостаточной эффективностью законодательной базы и отсутствием проработанной системы регулирования недобросовестных практик на российском фондовом рынке, создавало весьма благоприятные предпосылки для осуществления манипулятивных действий. С учетом вышесказанного особый интерес представляет задача исследования влияния манипулятивных сделок на цены акций на российском рынке ценных бумаг и выявления методов их пресечения.

Следует отметить, что задача противодействия манипулятивным действиям является актуальной и для развитых рынков, которые характеризуются существенным развитием новых финансовых инструментов и технологий, сопровождающимся появлением все новых возможностей для недобросовестных практик.

Степень научной и практической разработанности темы исследования.

Вопросами запрещенных методов на фондовом рынке активно занимались зарубежные ученые Е. Авгулис, М.Александр, Ф. Алэн, М.Багноли, Дж. Бейли, Д. Гейл, Р.Бенабоу, Э.Брэдли, Р.Джарроу, Дж. Ларок, Дж. Литнер, Б.Липман, Г.Марковиц, Г. Сиирс, Р.Тьюлз, Дж.Трейнер, Дж. Р. Хикс, У.Шарп. Среди российских исследователей, научные работы которых были посвящены проблематике манипулятивных сделок на фондовом

рынке, наиболее значительный вклад внесли Л. В. Азимова, В.Н.Берзон, А.Н.Буренин, Я.М.Миркин, Б.Б.Рубцов, В. А. Тарачев, Н.Б.Шеленкова и другие. Из последних работ, посвященных не только теоретическим, но и практическим аспектам исследования манипулятивных действий, отдельного упоминания заслуживает работа Д.В.Пряничникова¹. Остальные научные исследования, в основном, уделяют внимание регулятивным аспектам проблемы. Работ, дающих комплексную оценку влияния манипулятивных сделок на цены российских акций, недостаточно. Существующие определения манипулятивных действий не проводят четкого разделения между допустимыми практиками и действиями, ведущими к намеренному искажению цен на акции. В настоящее время отсутствуют эффективные модели оценки избыточной доходности российских акций, которую извлекают участники рынка, осуществляющие манипулятивные действия. Если до сих пор проблема манипулирования на рынке ценных бумаг рассматривалась исключительно в контексте изменения законодательства с целью установки критериев выявления и введения мер последующего пресечения манипулятивных сделок, то в данном диссертационном исследовании предпринята попытка исследования темы с точки зрения выявления финансовых показателей манипулирования на рынке ценных бумаг.

Цель исследования - разработка и обоснование предложений по совершенствованию системы выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг с использованием ценовых критериев.

Для достижения указанной цели автором поставлены и решены следующие **задачи**:

1. Дать авторское определение манипулирования ценами на фондовом рынке на основе обобщения и дополнения существующих на теоретическом, законодательном и практическом уровнях определений;
2. Разработать новую классификацию видов манипулятивных сделок на основе разделения на законодательно запрещенные и разрешенные виды манипуляций на первичном и вторичном рынках ценных бумаг;
3. Определить достоинства и недостатки действующих систем выявления и пресечения манипулятивных сделок, с целью разработки направления их последующего совершенствования с учетом опыта выявления и пресечения манипуляций на российском и зарубежных фондовых рынках;
4. Выявить зависимость между манипулятивными действиями и изменениями ценовой конъюнктуры на российском фондовом рынке;

¹Пряничников Д.В. Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг, Москва, Российский государственный социальный университет, 2007 г. с.146.

5. Разработать ценовые критерии для определения манипулятивных сделок на российском фондовом рынке и определить их предельно допустимые значения;

6. Разработать процедуру оценки влияния манипулятивных сделок на доходность российских акций;

7. Разработать меры по совершенствованию существующей системы контроля за манипулятивными действиями на российском фондовом рынке, а также меры по их пресечению на законодательном и практическом уровнях.

Объект исследования – манипулятивные сделки с российскими акциями на вторичном и первичном внутренних рынках.

Предмет исследования – система выявления и пресечения манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг.

Теоретическая и методологическая основа исследования.

В качестве теоретической основы для исследования использовались работы российских и зарубежных ученых, касающиеся проблем развития фондового рынка в России, инвестиционных процессов и вопросов правового регулирования сделок на фондовом рынке, а также законодательные и нормативные акты, регламентирующие поведение участников российского и зарубежных фондовых рынков.

В рамках исследования применялись общенаучные методы, такие как: абстрактно-логический метод, комплексно-факторный анализ, метод аналогий, регрессионный анализ, системный подход, метод сравнительных и экспертных оценок, экономико-статистический, экстраполяция. В качестве информационной базы исследования использовались материалы отечественных и зарубежных средств массовой информации, рекомендации ФСФР России, данные Российской торговой системы (РТС), Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ), информационных систем (в том числе СПАРК, СКРИН, Bloomberg), опубликованные материалы американской Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC), результаты российских и международных конференций, аналитические отчеты российских и зарубежных консалтинговых компаний. Работа выполнена в соответствии с пунктами 6.1, 6.7, 6.8 Паспорта специальностей ВАК (экономические науки) по специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит.

Научная новизна диссертационной работы заключается в применении комплексного подхода к исследованию проблемы выявления и пресечения манипулятивных действий при осуществлении сделок на российском фондовом рынке. До сих пор данная тема рассматривалась исключительно в контексте изменения законодательства. В данном случае предпринята попытка решения проблемы с точки зрения выявления финансовых показателей манипулирования на рынке ценных бумаг. На основе анализа характерных

свойств манипулятивных действий определены новые критерии классификации сделок как манипулятивных.

Автором диссертации выносятся на защиту следующие основные положения, обладающие следующими элементами научной новизны:

1. Разработана принципиально новая классификация манипулятивных действий на фондовом рынке на основе различных критериев при выделении законодательно разрешенных и законодательно запрещенных видов манипуляции на первичном и вторичном рынке ценных бумаг, позволяющая выделить основные механизмы проведения манипулятивных сделок. Существующие до сих пор классификации сделок, в основном акцентировали внимание на разделении ценового и информационного манипулирования, в данной же работе классификация учитывает как общие черты данных видов манипулирования, так и их отличия с учетом других критериев.
2. Впервые на основе анализа теоретических разработок и практического опыта регулирующих органов предложен принципиально новый подход к использованию избыточной доходности в качестве индикатора манипулятивности сделки.
3. Обоснована и специфицирована применительно к российскому фондовому рынку концепция применения избыточной доходности в качестве критерия для выявления манипулятивных сделок.
4. Эмпирически обоснованы предельные значения критериев, позволяющих отнести сделку к разряду манипулятивных.

Автором также разработаны основы методики оценки влияния манипулятивных сделок на доходность российских акций:

5. Переход к избыточной доходности в качестве сигнального критерия позволил впервые обосновать разделение совокупной выборки на три группы по уровню ликвидности ценной бумаги, до этого коэффициент ликвидности учитывался лишь для расчета существенного отклонения цены финансовых инструментов.
6. Автором впервые предложено проводить анализ на наличие зависимости между «манипулятивным» событием, объемом сделок и избыточной доходностью по акциям с учетом индекса ликвидности. Существующие до этого подходы основывались на выявлении зависимости между «информационным событием», ценами и объемами торговли по акциям.

7. Обоснована необходимость сопоставления избыточной доходности операций по акциям, в отношении которых подозреваются манипулятивные действия, с доходностью операций по бумагам других эмитентов в той же отрасли. Таким образом, анализ влияния «манипулятивного события» на избыточную доходность предлагается проводить с учетом фактора ликвидности ценной бумаги и ее отраслевой принадлежности, что является новым подходом в рамках решения данной задачи для российского фондового рынка.

Теоретическая и практическая значимость исследования обусловлена следующим: во-первых, данная работа содержит комплексную оценку влияния манипулятивных сделок на цены российских акций. Данное исследование увеличит область знаний по таким предметам как «Финансовые рынки» и «Современные фондовые технологии». В целом, исследования по манипулятивным сделкам можно разделить на два уровня: теоретический уровень (вопросы определения экономической сущности ценового манипулирования), и практический уровень (вопросы правового регулирования и совершенствования систем контроля манипулятивных сделок). Существующие исследования отчасти затрагивают вопросы обеих уровней, однако, не дают комплексной картины. Наибольшее внимание, как правило, уделяется вопросам правового регулирования. Настоящее исследование не только дает оценку экономической сущности манипулятивных сделок, но и содержит анализ методов пресечения подобных сделок. Во-вторых, результаты данного исследования имеют большую практическую значимость для регулирующих органов при разработке политики в области регулирования рынка ценных бумаг. Разработаны новые предложения по совершенствованию существующей в России системы пресечения и наказания манипуляций на фондовом рынке. В частности, автором разработаны новые инструменты управления деятельностью игроков на рынке ценных бумаг:

- методы выявления и пресечения манипулятивных сделок на законодательном, практическом и административном уровнях с учетом нововведений, существующих в зарубежной практике;
- меры наказания за манипулятивные действия на российском рынке ценных бумаг.

Данные инструменты позволят сдерживать недобросовестных покупателей и продавцов ценных бумаг. В-третьих, результаты данного исследования имеют большую научную ценность, так как были получены новые теоретические и практические результаты в области экономической науки.

Апробация основных результатов исследования

Основные выводы, рекомендации и предложения диссертации докладывались автором на конференции «Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации» на базе факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова, в секции «Современные технологии управления». Основные положения, рекомендации и предложения диссертации использованы в процессе преподавания магистерской дисциплины «Теория банковской деятельности». Результаты, полученные в ходе исследования, применяются автором в рамках проведения исследований инвестиционной привлекательности акционерных обществ различных отраслей российской экономики для департамента консалтинга компании ЗАО «РосБизнесКонсалтинг» (начиная с 2008 г.)

Логика диссертационной работы отвечает целям исследования и определяется необходимостью обеспечения последовательного решения сформулированных выше задач исследования. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии и приложений. Общий объем работы 227 страницы, включая 49 графиков, 67 таблиц.

ВВЕДЕНИЕ

ГЛАВА 1. МАНИПУЛИРОВАНИЕ НА РЫНКЕ АКЦИЙ

1.1 Экономическая сущность манипулятивных действий.

1.2 Виды манипулятивных действий на фондовом рынке.

Выводы

ГЛАВА 2. ПРАКТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ МАНИПУЛЯТИВНЫХ СДЕЛОК В РОССИИ И ЗА РУБЕЖОМ

2.1 Регулирование манипулятивных действий на фондовых рынках развитых стран.

2.2 Особенности регулирования манипулятивных сделок на российском фондовом рынке.

2.3 Автоматизированные системы регулирования сделок: контроль и мониторинг.

Выводы

ГЛАВА 3. МАНИПУЛЯТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ, СОВЕРШАЕМЫЕ НА РОССИЙСКОМ РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1 Признаки ценового манипулирования на российском рынке ценных бумаг.

3.2 Основные виды манипулятивных действий, распространенные на российском фондовом рынке.

3.3 Критерии выявления манипулятивных действий.

Выводы.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

БИБЛИОГРАФИЯ

Приложение № 1

Приложение № 2

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И НАУЧНАЯ НОВИЗНА РАБОТЫ

1. Манипулирование на рынке акций

В рамках решения поставленных задач обобщены и дополнены существующие определения манипулирования ценами на фондовом рынке. На основе проведенного анализа существующих подходов к определению данного явления автором сделан следующий вывод: определения, в основном, не учитывают тот факт, что манипулятивные действия могут совершаться не только с прямым или косвенным умыслом получения дополнительной прибыли, но и без такового (т.е. получение дополнительной прибыли за счет манипулирования может быть его основной целью, средством, направленным на достижение иной цели, а также побочным эффектом произвольного совершения операции, в первую очередь, при операциях большого объема) (см. табл. 1).

Ключевой чертой манипулятивных действий, отличающих их от мошеннических, является не их противозаконность, а искусственность контроля за ценами. В зарубежной литературе уже наблюдается изменение подхода к определению рыночных злоупотреблений в целом, и манипулятивных действий в частности, в сторону смещения акцента не на факт извлечения манипулятором выгоды, а на наличие недобросовестных намерений.

С учетом всего выше изложенного, автор полагает, что исходя из целей и механизмов манипулятивных действий, **манипуляции на рынке акций следует определять** как совершение одним или несколькими участниками рынка, действий на первичном либо вторичном рынке акций, оказывающих влияние на текущую или будущую цену акций, посредством сделок купли-продажи акций, либо посредством распространения ложной или искаженной информации, осуществляющихся с прямым или косвенным умыслом получения дополнительной прибыли, либо без такового, и влекущим за собой создание экономически необоснованной ситуации, вводящей в заблуждение прочих участников рынка.

Вместе с тем необходимо понимать, что единое определение манипуляций на фондовом рынке будет весьма условным и рассматривать сущность данного явления следует с разных точек зрения.

Автором проведен анализ основных видов манипулятивных действий, в том числе: с точки зрения целей, технологии манипулирования, по срокам манипулирования, по количеству участников, совершаемых в сети Интернет, совершаемых профессиональными участниками рынка (брокерами/дилерами), инсайдерские манипулятивные действия.

Таблица 1. Существующие определения манипулятивных действий

Уровни	Россия	Мировая практика	Общие черты определений	Недостатки определений
Теоретический	В широком смысле определяется как «торговая активность, распространение ложной информации или другие действия, направленные на искусственное контролирование курсов ценных бумаг с целью получения дополнительной прибыли». ²	В широком смысле определяется как искусственное контролирование курсов ценных бумаг.	Искусственность контроля за ценами. Подразумевается непосредственно ценовое манипулирование.	Отсутствуют указания на необязательность извлечения дополнительной прибыли в результате манипулятивных действий. Отсутствует ключевой момент - указание на то, что манипулятивные действия могут осуществляться законными и допустимыми способами для достижения незаконных и недопустимых целей.
Законодательный	Под манипулированием ценами понимаются действия, совершаемые для создания видимости повышения и/или понижения цен и/или торговой активности на рынке ценных бумаг относительно существующего уровня цен и/или существующей торговой активности на рынке ценных бумаг с целью побудить инвесторов продавать или приобретать публично размещаемые и/или публично обращаемые ценные бумаги.	Действия участников рынка, которые вводят в заблуждение, или являются попыткой ввести в заблуждение участников рынка (Европа). Любые действия, направленные на создание ложных ценовых ориентиров (США).	Введение в заблуждение участников рынка, ложность ценовых сигналов.	Для России: отсутствуют указания на отличие манипулятивных действий от мошеннических. Для США: не представлено общее определение манипулирования ценами.
Практический	Действия, приводящие к дестабилизации рынка, что проявляется в отклонении средневзвешенной цены ценной бумаги, цены открытия, цены закрытия, сводного фондового индекса от объективных значений	Понятия манипулирования и различные его виды определяются в законах о биржах и запрещают ценовое манипулирование и манипулирование информацией.	Не только ценовое манипулирование, но также манипулирование информацией.	Отсутствует четкое разделение запрещенных, допустимых, частично допустимых действий. Наименее определено, что считать информационным манипулированием.

Источник: таблица составлена автором в соответствии с законодательствами России, США и Европейского Союза, а также с использованием теоретических материалов российских и зарубежных авторов

² Пряничников Д.В. Выявление и устранение манипулятивных сделок на российском рынке ценных бумаг, Москва, 2007 г. с.146.

Итогом анализа явилась принципиально новая классификация видов манипулятивных действий (см. табл. 2), позволившая систематизировать основные виды манипулятивных действий, существующих в мировой практике. Данная классификация (в отличие от существовавших до сих пор и основанных на разделении ценового и информационного манипулирования) составлена с учетом различных критериев при выделении законодательно разрешенных и законодательно запрещенных видов манипуляции на первичном и вторичном рынке, а также позволяет выделить основные механизмы проведения манипулятивных сделок.

Таблица 2.

Классификационная таблица манипулятивных действий

На первичном рынке ценных бумаг	Правовой статус	На вторичном рынке ценных бумаг	Правовой статус
Информационные манипуляции			
Размещение заявок на покупку и покупка соответствующих ценных бумаг в течение специального, «ограничительного периода времени» андеррайтерами, брокерами, дилерами и другими лицами, вовлеченными в первичное размещение данных ценных бумаг, а также аффилированными покупателями.	Запрещ.	Scalping – участник рынка покупает за свой счет те или иные бумаги, затем рекомендует их другим участникам рынка.	Запрещ.
		Распространение ложной информации.	Запрещ.
Подготовка и рассылка аналитической информации, относящейся к «обычному ходу ведения бизнеса».	Разреш.	Соккрытие важной информации.	Запрещ.
Исполнение опционов, warrants, прав, конверсионных привилегий, относящихся к ценной бумаге, являющейся объектом первичного размещения, совершение сделок с корзинами ценных бумаг, если размещаемая бумага составляет не более 5% стоимости корзины и в корзине не менее 20 ценных бумаг и др.	Разреш.	Выставление котировок по ценным бумагам в отсутствие текущей общедоступной информации по ним и об эмитенте.	Запрещ.
		Введение в заблуждение относительно существенных обстоятельств.	Запрещ.
		Использ. инсайдерской информации	Запрещ.

Торговые манипуляции			
Стабилизация	Частично разреш.	Фиктивные продажи	Запрещ.
Запрещенные практики	Запрещ.	Пулы: рыночные пулы; опционные пулы;	Разреш.
		Корнеры: естественные корнеры; искусственные корнеры	Запрещ.
Технологии манипулирования			
Painting the tape «раскрашивание ленты» (запрещенная практика)			
Wash sales «отмывочные продажи» (запрещенная практика)			
Improper matched orders «неправильные взаимные сделки» (запрещенная практика)			
Advancing the bid «повышение предложения» (частично разрешенная практика)			
Pumping and dumping «накачивание и сброс» (запрещенная практика)			
Marking the close «воздействие на цену закрытия» (частично разрешенная практика)			
Short selling «короткие»продажи, сделки без покрытия (разрешенная практика)			
Corner «манипуляция рынком» ³ (запрещенная практика)			
Squeeze «сжимание коротких позиций» (разрешенная практика)			
Pegging/capping/ mini-manipulation «фиксация/закупоривание/мини-манипулирование» (запрещенная практика)			
Circular transaction «циклические сделки» (запрещенная практика)			
Boiler room tactics «тактика «бойлерной фирмы» (запрещенная практика)			
Parking «парковка» (запрещенная практика)			
Related violations «связанные правонарушения» (запрещенная практика)			
Churning «Взбивание масла» (запрещенная практика)			
Front-running «Опережение» (запрещенная, если с использованием инсайдерской информации)			

Источник: составлено автором в соответствии с законодательствами США и ЕС

2. Практические аспекты регулирования манипулятивных сделок

Автором рассмотрены существующие модели регулирования на развитых рынках, в том числе американская, английская, германская и др. Наиболее ярким примером является американская модель, которая была принята за основу при формировании системы регулирования и пресечения недобросовестных практик на российском фондовом рынке. Данная модель подразумевает многоуровневую систему надзора: государственный (SEC); рыночный (различные саморегулируемые организации, в том числе НАСД⁴ и биржи);

³ Дословно «загнать в угол».

⁴ National Association of Securities Dealers - Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам (США).

административный (Федеральная Комиссия по ценным бумагам и биржам США, саморегулируемые организации, независимые судьи административного права). В рамках проведенного сравнительного анализа российских и зарубежных систем регулирования, автором рассмотрены полномочия регулирующих органов, применяемые подходы к регулированию на разных уровнях надзора, опыт выявления манипуляций, существующие меры пресечения за нарушения на рынке ценных бумаг и санкции за них (см. Таблицу 3).

Таблица 3.

Сравнительный анализ санкций за недобросовестные действия, применяемых в российской и зарубежной практике

Виды нарушений и санкции за них	Россия	США	Великобритания	Применимость на российском рынке*
Информационные манипуляции				
Тюремное заключение	От 5-7 лет.	До 10 лет.	До 7 лет.	Прецеденты отсутствуют.
Штраф	Для долж. лиц штраф 20-30 тыс. руб. Для юр. лиц 500 тыс. руб. – 700 тыс. руб.	Определяется прецедентным правом.	5 тыс. фунтов стерлингов.	Прецеденты отсутствуют.
Возмещение убытков	Нет прямого указания в законе.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Прецеденты отсутствуют.
Дисквалификация	Дисквалификация до двух лет. Отзыв лицензии.	Приостановка лицензии. Аннулирование лицензии.	Приостановка лицензии. Аннулирование лицензии.	Прецеденты отсутствуют.
Манипулирование ценами на биржевых торгах				
Тюремное заключение	От 2 до 6 лет.	До 12 лет.	До 7 лет.	Прецеденты отсутствуют.
Штраф	Для граждан 3-5 тыс. руб., Для должностных лиц 30-50 тыс. руб. Для юр. лиц от 700 тыс. руб.	Определяется прецедентным правом.	5 тыс. фунтов стерлингов.	Прецеденты отсутствуют.
Возмещение убытков	Нет прямого указания в законе.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Прецеденты отсутствуют.
Дисквалификация	Приостановка лицензии. Отзыв лицензии.	Приостановка лицензии. Аннулирование лицензии.	Приостановка лицензии. Аннулирование лицензии.	Существуют прецеденты.

<i>С использованием служебной информации</i>				
Тюремное заключение	В законе прямо не определена степень ответственности.	7-10 лет.	До 7 лет.	Прецеденты отсутствуют.
Штраф	Для граждан 5 тыс. руб. Для должностных лиц 30-50 тыс. руб., Для юр. лиц 700 тыс. руб.-1 млн. руб.	Определяется прецедентным правом.	5 тыс. фунтов стерлингов.	Прецеденты отсутствуют.
Возмещение убытков	Нет прямого указания в законе.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Возврат суммы прибыли/возмещение убытка.	Прецеденты отсутствуют.
Дисквалификация	Приостановка лицензии, отзыв лицензии.	Приостановка лицензии, аннулирование лицензии.	Приостановка лицензии, аннулирование лицензии.	Прецеденты отсутствуют.

**По состоянию на 01.10.2010 г.*

Источник: составлено автором в соответствии с законодательствами России, США и Великобритании

В диссертации особенно подчеркивается, что в настоящее время в Великобритании, Германии и США происходит радикальное реформирование и централизация системы финансового регулирования на государственном уровне в рамках укрепления полномочий регулирующих органов. Так, в Великобритании и Германии государство пошло по пути усиления роли центральных банков, а в США усиливаются функции и полномочия Федеральной Комиссии по ценным бумагам и биржам.

На основе анализа многочисленных нормативных актов и методических рекомендаций регуляторов автором выявлены **основные меры по предотвращению** манипулятивных действий, осуществляемые на государственном, рыночном и административных уровнях, принятые в международной практике, и которые следует использовать в России:

- Предупредительные меры, ограничивающие активность операторов по коротким продажам (а именно, режим, требующий публичного раскрытия в отношении отдельных сделок с короткими позициями, раскрывать публично короткую позицию при продаже 0,5% выпущенных акций компании. А при достижении уровнем продажи отметки в 0,1% информация должна быть раскрыта регулятору того рынка, на котором происходит продажа⁵);
- Нормы, ограничивающие рыночную активность всех участников первичного размещения с тем, чтобы они не могли препятствовать эффективному ценообразованию;

⁵ Кравцов С., Великобритания: долгосрочная политика в отношении «коротких продаж», World Business Law от 03.12.2009 г.

- Дополнительные требования к методикам расчета биржевых индексов (в том числе касающиеся минимальной капитализации эмитентов, весовых коэффициентов, группировке ценных бумаг);
- Включение регулятором ряда существенных условий в контракт, например: обязательное описание базового актива, срок поставки, условия поставки и пр.;
- Ограничения на открытые позиции;
- Наличие информационно-технических систем, позволяющих осуществлять оперативный контроль за сделками и определять их участников;
- Наличие систем контроля за информационными потоками в СМИ, сети Интернет и аналитических материалах.

На основании проведенного в исследования российской модели финансово-правового регулирования манипулятивных действий делается вывод об ее **основных недостатках**, таких как:

- отсутствие единообразной согласованной судебной практики;
- отсутствие практики административного регулирования;
- отсутствие четких критериев манипулирования, в том числе количественных показателей, на основании которых можно сделать вывод о манипулятивном характере сделок;
- несоответствие существующих санкций за манипулятивные действия мировым стандартам; а также несоответствие санкциям за мошеннические действия;
- отсутствие информации о действующих процедурах признания факта манипулирования на рынке ценных бумаг;
- отсутствие эффективной методики по выявлению фактов заключения сделок с использованием инсайдерской информации;
- существование формального подхода руководства компаний к исполнению внутренней процедуры контроля за сделками, осуществляемого профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

В случаях с манипулированием рынком регулирующие органы сталкиваются с рядом проблем и, прежде всего, это проблема сбора доказательств. В ситуации, когда обнаруживается наличие манипулирования в действиях какого-либо клиента профессионального участника, вопрос с наказанием такого лица останется открытым, так

как ответственность действующим законодательством не была предусмотрена. В соответствии с российским законодательством клиентам профессиональных участников рынка ценных бумаг манипулировать не запрещено и в случаях, когда брокер действует «в интересах» своего клиента и совершает манипулятивные действия от его лица, законом не было предусмотрено санкций в отношении подобных действий.

На государственном уровне регулирующим органам необходимо ужесточить контроль за соблюдением ст. 151 Уголовно-процессуального кодекса РФ, а также за соблюдением ст. 15.19 Кодекса РФ об административных правонарушениях, в которой установлена ответственность за нарушение требований законодательства, касающихся представления и раскрытия информации на РЦБ. Для устранения указанных недостатков, автором были предложены следующие поправки к существующим в России мерам наказания за манипулятивные действия на рынке ценных бумаг, которые необходимо дополнить и ужесточить. В закон «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулировании рынком» и «Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях» следует внести поправки, предусматривающие увеличение уголовной ответственности за получение дохода в особо крупном размере от манипулятивных действий с использованием инсайдерской информации. Следует также предусмотреть меру наказания в виде штрафа до 3 млн. руб.

За умышленное манипулирование с использованием инсайдерской информации следует взимать штраф, размер которого должен определяться суммой двух составляющих:

- 1) Величина, равная размеру избыточного дохода по ценной бумаге, который получил манипулятор, использовавший инсайдерскую информацию.
- 2) От 5 тысяч МРОТ до 30 тысяч МРОТ, или сумма, равная доходу за 3 последних года. За получение дохода в особо крупном размере от манипулятивных действий с использованием инсайдерской информации следует также ввести уголовную ответственность в виде лишения свободы от 2 до 10 лет, приравнивая такие действия к мошенническим.

Более подробно перечень мер по пресечению манипулятивных действий приводится в Таблице 4.

Таблица 4. Перечень рекомендуемых мер по пресечению манипулятивных действий

Нарушение	Санкции
Манипулирование ценами на рынке ценных бумаг	<p>для граждан: штраф от 50 до 120 тыс. руб. или в размере дохода данного лица за период до одного года (ужесточить: в настоящее время от 3 до 5 тыс. руб⁶.);</p> <p>для должностных лиц: штраф от 100 до 500 тыс. руб. и дисквалификация до одного года (ужесточить: в настоящее время от 30 до 50 тыс. руб.);</p> <p>для юридических лиц: штраф от 700 тыс. руб. до 3 млн. руб. (ужесточить: в настоящее время — штраф от 700 тыс. руб.), либо лишением свободы на срок от 1 до 10 лет.</p>
Манипулирование ценами на рынке ценных бумаг, осуществляемое брокером в сговоре с клиентом	<p>Для клиента (физ. лицо): штраф от 50 до 120 тыс. руб. или в размере дохода данного лица за период до одного года;</p> <p>Для клиента (юр. лицо): штраф от 500 тыс. руб. до 2 млн. руб. или в размере дохода данного лица за период до одного года</p> <p>Для брокера: штраф от 500 тыс. руб. до 2 млн. руб. и дисквалификация до 3 лет.</p>
Умышленное нарушение принятого порядка эмиссии ценных бумаг	<p>для должностных лиц: штраф от 100 тыс. до 300 тыс. руб., либо обязательные работы на срок до ста восьмидесяти часов (ужесточить: в настоящее время от 10 тыс. до 30 тыс. руб.);</p> <p>для юридических лиц: штраф от 500 тыс. до 1 млн. руб., либо исправительные работы на срок от шести месяцев до одного года (ужесточить: в настоящее время от 500 тыс. до 700 тыс. руб.).</p>
За не раскрытие информации на рынке ценных бумаг	<p>для граждан: штраф от 10 до 50 тыс. руб. (ужесточить: в настоящее время от 2 до 4 тыс. руб.);</p> <p>для должностных лиц: штраф от 50 до 300 тыс. руб. (ужесточить: в настоящее время от 20 до 30 тыс. руб.);</p> <p>для юридических лиц: штраф от 500 тыс. руб. до 1 млн. руб. (ужесточить: в настоящее время от 500 до 700 тыс. руб.).</p>
Нарушение брокером требований по маржинальным сделкам	<p>штраф от 50 до 500 тыс. руб. и дисквалификация до одного года (ужесточить: в настоящее время штраф от 20 до 30 тыс. руб. и дисквалификация до одного года), юридическим лицам — от 500 тыс. до 1 млн. руб. (ужесточить, в настоящее время — от 500 тыс. до 700 тыс. руб.)</p>

Источник: разработано автором

На законодательном уровне следует прописать меры по вознаграждению и защите лиц, сообщающих о нарушениях законодательства о ценных бумагах. Ввести (по аналогии с американской практикой) вознаграждение за содействие регулирующим органам (до 30% от суммы санкций, наложенных на нарушителя).

⁶ Здесь и далее в таблице: Федеральный закон от 9 февраля 2009 г. N 9-ФЗ «О внесении изменений в Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях в части усиления административной ответственности за нарушение законодательства Российской Федерации об акционерных обществах, об обществах с ограниченной ответственностью, о рынке ценных бумаг и об инвестиционных фондах и Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» в части уточнения определения и конкретизации признаков манипулирования ценами на рынке ценных бумаг» (в редакции от 27.07.2010 N224-ФЗ), с поправками ФЗ «О противодействии неправомерному использованию инсайдерской информации и манипулировании рынком»

На уровне бирж и саморегулируемых организаций следует ввести следующие меры:

- Саморегулируемым организациям следует формировать так называемые «черные списки», публикуемые на интернет-сайтах саморегулируемых организаций и на сайтах самих бирж
- В зависимости от степени тяжести совершаемых нарушений биржам и саморегулируемым организациям следует сформировать списки ненадежных участников рынка.
- На основании внутренней информации биржам и саморегулируемым организациям следует составлять рейтинги надежности участников торгов.

3. Манипулятивные действия, совершаемые на российском рынке ценных бумаг

Российский рынок ценных бумаг характеризуется высоким уровнем нарушений при заключении сделок с ценными бумагами как физическими, так и юридическими лицами. В заключительной части работы выявлены основные признаки ценового манипулирования, существующие на российском рынке ценных бумаг, подтверждающие подобный вывод. Российский фондовый рынок по своей сути является олигополистичным. По состоянию на сентябрь 2010 г., на пятерку крупнейших игроков приходится более 77% всех сделок с акциями на биржах РТС и ММВБ. При этом более года назад (сентябрь 2009 г.) данная цифра была существенно ниже, на первые пять крупнейших игроков приходилось более 57% всех сделок с акциями на биржах РТС и ММВБ. Автором проведен подробный анализ манипулятивных действий, совершаемых российскими участниками фондового рынка за всю историю его существования (были проанализированы 25 случаев сделок, которые следует квалифицировать как манипулятивные), на основании которого были выявлены основные виды манипулятивных действий, распространенных на российском фондовом рынке (см. Таблицу 5).

Таблица 5.

Классификационная таблица манипулятивных действий на российском рынке ценных бумаг

Информационные манипуляции на первичном рынке	Признаки данных действий на российском рынке ценных бумаг	Признанные случаи	Информационные манипуляции на вторичном рынке ценных бумаг	Признанные случаи
	Случаи, когда необходимо проводить расследования действий организаторов первичного размещения или связанных с ними лиц на предмет возможного манипулирования рынком акций.	Отсутствуют	Scalping – участник рынка покупает за свой счет те или иные бумаги, затем рекомендует их другим участникам рынка.	Отсутствуют
			Распространение ложной информации	Отсутствуют
			Соккрытие важной информации	Отсутствуют
	Подготовка и рассылка аналитической информации, относящейся к «обычному ходу ведения бизнеса»	Отсутствуют	Выставление котировок по ценным бумагам в отсутствие текущей общедоступной информации по данным ценным бумагам и об эмитенте	Отсутствуют
			Введение в заблуждение относительно существенных обстоятельств/бездействие	Отсутствуют
			Использование инсайдерской информации	Отсутствуют
Торговые манипуляции на первичном рынке ценных бумаг	Признаки данных действий на российском рынке ценных бумаг	Признанные случаи	Торговые манипуляции на вторичном рынке ценных бумаг	Признанные случаи
	Стабилизация	Существуют, считаются правомерными	Фиктивные продажи	Существуют
			Кросс сделки	Существуют
	Запрещенные практики	Отсутствуют	Корнеры	Отсутствуют
			Пулы	Отсутствуют

Источник: составлено автором

Наиболее ярким примером манипулятивных действий на протяжении довольно длительного периода (2008-2010 гг.) является манипулирование ценами, которое осуществлялось в отношении бездокументарных акций ОАО «Биодинамика», ОАО «Донская инвестиционная компания» и ОАО «ФинИнвест». Автором был проведен финансовый анализ хозяйственной деятельности компании ОАО «Донская инвестиционная компания» и ОАО «ФинИнвест». Результатом анализа являются следующие выводы:

- отсутствие активной деятельности у компаний, а также то, что активы компаний состоят из некоторого количества денежных средств (менее 0,1%) и прочих чисто номинальных активов;

-с учетом признанных фактов манипулирования акциями ОАО «Биодинамика» и ОАО «ФинИнвест» можно утверждать, что стоимость акций, полученная по результатам торгов, совершенным через организатора торговли на рынке ценных бумаг НП «Московская фондовая биржа», не удовлетворяет критериям рыночной стоимости.

Проведение подобного углубленного анализа ценных бумаг, явившихся объектом манипулятивных действий, возможно исключительно после выявления случаев манипуляции со стороны участников рынка.

Также в настоящее время проведение статистически значимого исследования влияния манипулятивных действий на цены акций российских компаний и объемы торгов по ним является невозможным в виду отсутствия статистики по таким сделкам. Для выявления манипулятивных сделок необходимо построить модель выявления нестандартных отклонений от объема торгов по конкретной акции и модель выявления нестандартных отклонений избыточной доходности ценной бумаги. Данные модели необходимо строить на основе уже имеющихся данных о выявленных манипулятивных сделках. В настоящий момент для выявления манипулятивных действий на рынке ценных бумаг автор предлагает проводить следующую процедуру:

1 этап. Применение ценовых критериев для выявления «нестандартных» сделок на рынке ценных бумаг.

2 этап. Проведение ФСФР проверок всех данных о сделках по акциям, в отношении которых подозреваются манипулятивные либо нестандартные сделки, на протяжении как минимум трехмесячного «окна вокруг события (подозреваемого на манипулятивный характер)». При этом необходимо учитывать сделки и по клиентским заявкам. За тот же период должны быть проанализированы все высказывания и новости в СМИ, имеющие прямое, либо косвенное отношение к данной компании.

3 этап. Должен быть проведен анализ на наличие зависимости между «манипулятивным» событием, объемом сделок и динамикой цен по акциям, в отношении

которых проводится расследование. Смысл проверки - отслеживание пиков активности участников рынка непосредственно перед событиями, после которых происходили сильные изменения в динамике цен на акции.

4 этап. Необходимо сопоставить доходность операций по акциям, в отношении которых подозреваются манипулятивные действия, с доходностью операций по бумагам других эмитентов в той же отрасли.

Ниже приводятся авторские предложения и обоснования ценовых критериев, применение которых позволит определять нестандартные (предположительно манипулятивные) сделки.

4. Ценовые критерии выявления манипулятивных действий

Как уже было сказано ранее, модель, позволяющую определить влияние ценовых и информационных манипуляций на цены российских акций, следует строить на основе уже имеющихся данных о выявленных манипулятивных сделках. Однако в настоящее время статистика выявленных случаев манипулирования практически отсутствует и насчитывает лишь 5 случаев⁷.

Значимую роль в выявлении подобных сделок играют сигнальные системы, которые во всем мире призваны фиксировать «нестандартные» колебания по таким показателям как цена, доходность и объем торгов по акциям. Итогом проведенного в диссертации исследования стала разработка критериев отнесения сделок, совершаемых на российском рынке, к разряду манипулятивных. Данные критерии помогут повысить эффективность существующих в России сигнальных систем по предотвращению манипулирования. Недостатком данного подхода является тот факт, что для того чтобы применить к сделке тот или иной критерий, ее прежде всего надо классифицировать как манипулятивную, в соответствии с определениями, содержащимися в соответствующих абзацах пункта 2, статьи 51 ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Автор предлагает перейти к использованию в качестве сигнального критерия **показатель избыточной доходности по бумаге**. Что, во-первых, позволит учитывать влияние рынка, а, во-вторых, позволит, не меняя уже имеющиеся критерии существенного отклонения цены, сузить область проверяемых сделок. Избыточная доходность определяется как разница фактической и ожидаемой доходности. Для того чтобы определить предельно допустимое значение избыточной доходности за день по акциям российских компаний, автором проведен следующий анализ:

⁷ По состоянию на 31 декабря 2010 г.

1. Было исследовано распределение дневных доходностей акций российских компаний, вошедших по состоянию на 10.12.2010 г. в котировальный лист «А1» (наиболее ликвидными) фондовой биржи ММВБ на временном горизонте 2007-2010 гг.

2. На основании полученных данных о значениях дневных доходностей, были определены 99% перцентили избыточных доходностей обыкновенных акций из котировальных листов «А1» фондовой биржи ММВБ.

3. Определены среднее и медианное значение 99% перцентилей выборки.

4. На основании полученных данных о среднем и медианном значениях определен критерий отсека излишне высоких значений избыточных доходностей (см. Таблицу 6).

Таблица 6.

Значения 99% перцентилей избыточных доходностей обыкновенных акций из котировального листа «А1» фондовой биржи ММВБ

	Перцентиль 99%	Среднее значение	Минимальное значение	Максимальное значение
<i>Сбербанк России-3</i>	6,588548723	0,057169	-8,57033	11,85143344
<i>ТГК-1</i>	12,93924007	0,006853	-23,2598	33,38072748
<i>Аэрофлот</i>	9,121631008	-0,00295	-18,8379	15,06847619
<i>ВолгаТлк</i>	7,756153965	-0,01681	-12,1525	19,14768158
<i>ГМКНорНик</i>	12,02283733	0,04658	-24,8769	26,92354238
<i>ИркЭнерго</i>	10,08858704	0,015421	-24,6429	24,86574246
<i>Квадра</i>	16,94697057	-0,05805	-46,8365	38,52085714
<i>Мечел ао</i>	9,408049825	0,25703	-10,4896	13,37958819
<i>МТС-ао</i>	5,565881209	-0,02726	-9,47024	9,987404613
<i>+МосЭнерго</i>	11,52014258	-0,05148	-11,4986	33,12641212
<i>ЛУКОЙЛ</i>	4,38272611	0,002992	-7,39088	11,07623334
<i>МОЭСК</i>	12,26608001	-0,00961	-31,7204	26,41761325
<i>Новатэк ао</i>	7,133537259	0,112722	-10,802	14,95049561
<i>РусГидро</i>	10,4859526	0,015368	-14,8801	31,82002688
<i>Татнефт ЗАО</i>	8,155120091	0,057327	-11,4177	26,49526038
<i>ТМК ао</i>	12,48777347	0,029166	-26,5916	40,99223206
<i>ОГК-1 ао</i>	14,90430659	-0,01472	-19,4949	31,21769473
<i>ОГК-2 ао</i>	13,58633041	-0,00477	-16,0691	22,39347139
<i>ОГК-6 ао</i>	13,6759014	-0,03359	-20,024	23,47087363
<i>Полиметалл</i>	10,74097029	0,186648	-14,7587	18,43523956
<i>Ростел -ао</i>	9,329017225	0,126266	-29,4315	68,49754794
<i>УралСвИ-ао</i>	10,60469686	-0,85789	-17,1385	19,72176718
<i>ЦентрТел</i>	9,754304917	0,056211	-18,5224	24,24424319
<i>ОГК-5 ао</i>	8,386735153	-0,006	-18,0266	26,93936391
Среднее значение	10,32	-	-	-
Медиана	10,28	-	-	-

Источник: Расчеты автора на основании данных фондовой биржи ММВБ, по состоянию на 10.12.2010г.

Такой же анализ был проведен по избыточным доходностям ряда акций, вошедших в котировальный лист «Б». С учетом коэффициента ликвидности и того, к какому котировальному листу относятся бумаги, были определены признаки нестандартного

(предположительно манипулятивного) значения избыточной доходности, что позволило выявить критерии нестандартного (предположительно манипулятивного) отклонения цены.

Таблица 7.

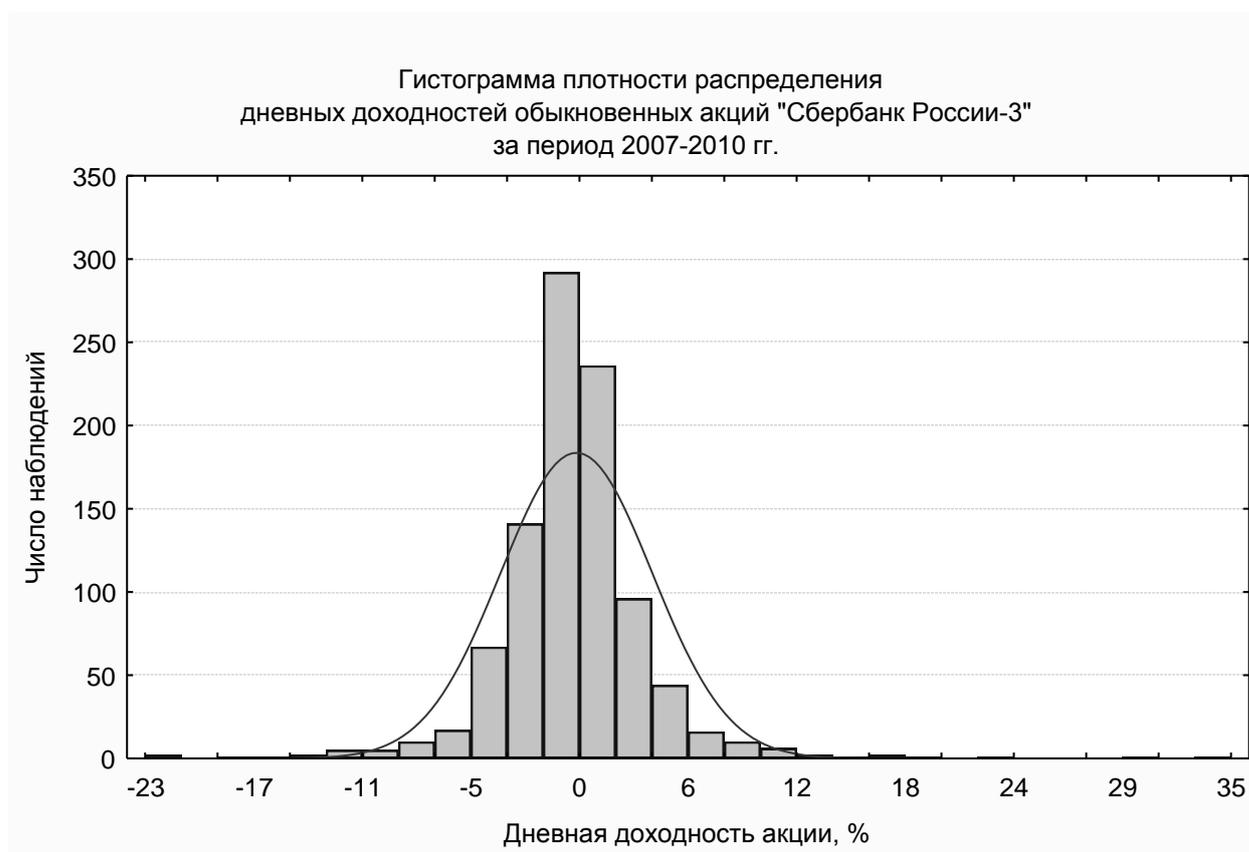
Критерии нестандартного (манипулятивного) отклонения цены

Признак 1. Отклонение цены сделки от цены открытия			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности	Акции, допущенные к торгам, %	Значение избыточной доходности по бумаге %
	более 0,7	20	10
	0,2-0,7	23	13
	менее 0,2	26	16
	2. Отклонение сводного фондового индекса	10	
Признак 2. Существенное отклонение последней сделки на % от цены (в зависимости от коэффициента ликвидности)			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности	Акции, допущенные к торгам, %	Значение избыточной доходности по бумаге, %
	более 0,7	10	5
	0,2-0,7	10,5	5,5
	менее 0,2	11	6
	2. Отклонение сводного фондового индекса	5	
Признак 3. Существенное отклонение цены сделки в период открытия от цены закрытия (в зависимости от коэффициента ликвидности)			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности (%)	Акции, допущенные к торгам, %	Значение избыточной доходности по бумаге, %
	более 0,7	10	5
	0,2-0,7	10,5	5,5
	менее 0,2	11	6
	2. Отклонение сводного фондового индекса (%)	5	
Признак 4. Отклонение цены сделки от цены открытия с учетом объема сделки			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности	Акции, допущенные к торгам	Значение избыточной доходности по бумаге
	более 0,7	10	5
	0,2-0,7	11,5	6,5
	менее 0,2	13	8
	2. Отклонение сводного фондового индекса	5	
	3. Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более:	25%	

Признак 5. Отклонение цены сделки от цены закрытия с учетом объема сделки			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности	Акции, допущенные к торгам	Значение избыточной доходности по бумаге
	более 0,7	5	2,5
	0,2-0,7	5,5	3
	менее 0,2	6	3,5
	2. Отклонение сводного фондового индекса	2,5	
3. Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более:	25%		
Признак 6. Отклонение цены сделки от средневзвешенной цены с учетом объема сделки			
Отклонение цены, признаваемое существенным	1. Значение коэффициента ликвидности	Акции, допущенные к торгам	Акции из котировального лист второго уровня
	более 0,7	5	2,5
	0,2-0,7	5,5	3
	менее 0,2	6	3,5
	2. Отклонение сводного фондового индекса	2,5	
3. Объем сделок участника по ценной бумаге за торговую сессию от общего объема составил более:	25%		

Источник: Расчеты автора

Для проверки справедливости полученных числовых значений критериев автором был проведен анализ междневных и внутривневных доходностей всех обыкновенных акций, входящих в котировальный лист «А1» биржи ММВБ, а также проверялся на отдельных привилегированных акциях, входящих в указанный котировальный лист. Анализ дневных доходностей всех обыкновенных акций, входящих в котировальный лист ММВБ «А1» демонстрирует, что с вероятностью более 95% отклонение цен акций за 1 день не превышает 20% (см. Рис.1.). Правильность расчетов подтверждают значения описательных статистик дневных доходностей акций.



Источник: расчеты автора на основании данных ММВБ о значениях дневных котировок акций «Сбербанк России - 3»

С учетом всего вышесказанного автор считает необходимым перейти от ценовых критериев к предельно допустимым показателям избыточной доходности в качестве **определяющих критериев нестандартных сделок:**

- не более 10-16% в зависимости от коэффициента ликвидности (для признака 1);
- не более 5-6% в зависимости от коэффициента ликвидности (для признаков 2-3);
- не более 5-8% в зависимости от коэффициента ликвидности (для признака 4);
- не более 2,5-3,5% в зависимости от коэффициента ликвидности (для признаков 5-6).

Кроме того, указанные критерии следует корректировать (умножать) в соответствии с коэффициентом волатильности (КВ), который, согласно требованиям ФСФР, следует рассчитывать по итогам торгов за 20 предшествующих торговых дней. Для определения значения коэффициентов объема сделок (КОС), количества сделок (ККС) и количества лиц (ККЛ), в чьих интересах были заключены сделки. При анализе рынка акций, необходимо исследовать данные в течение трех месяцев «вокруг» исследуемого события. Указанные выше критерии должны быть включены в методологические материалы ФСФР.

5. Перспективные направления исследований:

Наиболее перспективным и практически значимым направлением автор считает дальнейшее развитие модели выявления манипулятивных сделок, для построения которой, необходимо проведение исследования о влиянии манипулятивных сделок на избыточную доходность российских акций, и создание соответствующей информационной базы, дающей статистически значимое количество наблюдений по сделкам, классифицированных как манипулятивные. Результаты настоящей работы можно считать основой для проведения дальнейшего исследования о влиянии манипулятивных сделок на избыточную доходность российских акций. Разработанная в данном исследовании система критериев может послужить основой для последующих разработок механизма выявления и пресечения манипулятивных сделок, в том числе в отношении кросс-сделок. Одним из перспективных направлений исследования станет создание системы, позволяющей отслеживать собственные сделки профессиональных участников, совершаемые в ущерб интересам клиентов.

III. ПУБЛИКАЦИИ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

По теме диссертации опубликованы следующие работы:

Всего:

В изданиях с грифом ВАК:

1. Бабадаева В.М. «Манипулятивные сделки и цены на российские акции» // научно-практический и теоретический журнал «Финансы и кредит», №38 (422), Москва, 2010., стр.62-65 – 0,6 п.л.
2. Бабадаева В.М. «Вопросы выявления манипулятивных сделок на российском рынке акций» // научно-практический и теоретический журнал «Финансы и кредит», №48 (432), Москва, 2010., стр.43-45 – 0,6 п.л.

В других изданиях:

3. Бабадаева В.М. «Влияние манипулятивных сделок на цены российских акций» // Альманах студенческих научных работ «Новые пути развития регионов России» альманах студенческих научных работ, изд-во «АПЛИТ», Орел, 2010 г., стр.21-25 - 0,5 п.л.
4. Бабадаева В.М. «Государственное регулирование манипулятивных сделок на российском рынке акций» // Сборник по итогам конференции «Государственное управление в XXI веке: традиции и инновации» на базе факультета государственного управления МГУ имени М.В. Ломоносова, (готовится к печати) - 0,4 п.л.