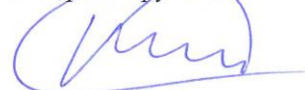


МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ

Саратовский социально-экономический институт (филиал)
ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова»

На правах рукописи



КАЛИСТРАТОВ Максим Алексеевич

**СПЕЦИФИКА РАЗВИТИЯ СЕГМЕНТА
МАРЖИНАЛЬНЫХ СДЕЛОК РОССИЙСКОГО
РЫНКА ЦЕННЫХ БУМАГ**

Специальность: 08.00.10 - "Финансы, денежное обращение и кредит"

Диссертация на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Научный руководитель
д.э.н, доцент
Травкина Елена Владимировна

Саратов – 2015

Содержание

ВВЕДЕНИЕ.....	3
Глава 1. Теоретические основы функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг	16
1.1 Сущность и специфика маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.....	16
1.2. Классификация маржинальных сделок как основа для совершенствования инструментария реализации и регулирования маржинальных сделок	34
1.3. Тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.....	49
Глава 2. Технология осуществления маржинальных сделок под залог ценных бумаг.....	61
2.1. Критерии листинга закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках	61
2.2. Методика расчета коэффициента дисконта закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках.....	72
2.3. Регламент принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках.....	85
Глава 3. Совершенствование регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.....	101
3.1. Обоснование ключевого метода управления рисками маржинальных сделок.....	101
3.2. Основные направления регулирования сегмента маржинальных сделок, обусловленные проблемами его развития.....	124
Заключение.....	140
Список использованной литературы.....	144
Приложения.....	164

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы диссертационного исследования. Рыночные преобразования экономики России сопровождаются появлением на финансовом рынке новых видов займов. Одним из них являются маржинальные займы. Они предоставляются клиентам брокерских организаций под залог ценных бумаг или денежных средств, находящихся на клиентских брокерских счетах. Маржинальный заем заключается исключительно на рынке ценных бумаг и оформляется в виде маржинальной сделки.

Сегмент маржинальных сделок становится все более значимым сегментом российского рынка ценных бумаг. По данным ПАО «Московская биржа» на начало 2015 г., количество клиентов российских брокерских компаний составило 945 тысяч человек, при этом доля маржинальных сделок в общем объеме биржевого оборота достигает 90 %, что свидетельствует об их широте проникновения на российский рынок ценных бумаг. Развитие маржинального сегмента со стороны брокерских компаний определяется такими факторами, как возможность получения дополнительного дохода, наличие свободных ресурсов в форме денежных средств и ценных бумаг, рост конкуренции со стороны других брокеров. Клиенты брокерских компаний также извлекают дополнительные преимущества на маржинальном сегменте рынка ценных бумаг: возможность получения прибыли на падающем рынке, увеличение доходности за счет эффекта финансового рычага.

С середины прошлого десятилетия клиентам российских брокерских компаний стала предоставляться возможность получения денежной ссуды под залог ценных бумаг, находящихся на брокерском счете. Если раньше заем, полученный в результате заключения маржинальной сделки, носил исключительно целевой характер (полученные денежные средства можно было потратить только на приобретение других ценных бумаг), то впоследствии спектр маржинальных сделок расширился за счет появления

таких специфических их видов, как маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета и сделка РЕПО. При этом брокеры существенно увеличили максимальную сумму предоставляемых займов. В результате вышеназванных тенденций маржинальный сегмент рынка ценных бумаг стал генерировать многочисленные риски.

Несмотря на активное развитие маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг, многие теоретические вопросы и практические аспекты его функционирования пока не получили должного освещения и решения в экономической литературе. В частности, актуальными вопросами научных исследований являются раскрытие природы маржинальных сделок, их классификация, технология осуществления, риски и регулирование. Таким образом, теория финансовых рынков и финансовых институтов нуждается в дополнении в части разработки научных положений о функционировании сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг. Не менее важной задачей является разработка конкретных практических рекомендаций по совершенствованию инструментария реализации и регулирования маржинальных сделок.

Необходимость разработки теоретических и практических вопросов совершенствования функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг предопределила актуальность темы диссертационного исследования.

Степень разработанности проблемы. Научный интерес к проблеме маржинальных сделок у исследователей появился в связи с анализом их роли в усугублении последствий кризиса на фондовом рынке США в конце 1920-х годов. Различные аспекты функционирования рынка ценных бумаг и маржинальных сделок на нем были представлены в работах таких зарубежных ученых, как Г. Александер, Э. Брэдли, Дж. Бэйли, Т. Тьюлз, У. Шарп и другие.

Среди отечественных исследователей, занимавшихся проблемами финансовых инноваций на фондовом рынке, отметим И. Коха, Ю.

Семернину, Е. Сысоеву, в том числе Н. Анненскую, А. Арифджанову, В. Галанова, А. Еременко, Д. Иоффе, С. Пухова, В. Титова, Д. Чернышкина, изучавших проблемы организации маржинальных сделок, новаторских для российского рынка ценных бумаг.

Проблемы государственного регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг исследовали В. Булатов, Л. Григорьев, Я. Миркин, А. Назаренко, В. Потапова, Ю. Приходина, М. Салихов.

Проблемам риска сделок на рынке ценных бумаг, в том числе маржинальных сделок, уделено особое внимание в трудах российских исследователей: А. Аюпова, В. Ильина, С. Криворучко, М. Кудрявцева, Т. Поповой и Н. Сердюкова.

Отдельные проблемы российского рынка ценных бумаг, касающиеся рассмотрения тенденций развития фондового рынка в целом и его маржинального сегмента, нашли свое отражение в работах Н. Берзона, Л. Григорьева, А. Пенюгаловой, В. Плескачевского, А. Потемкина, М. Прянишниковой, Б. Рубцова.

Однако исследование маржинальных сделок в отечественной и зарубежной литературе нельзя назвать всесторонним. Анализ существующих работ показал, что большинство ученых рассматривают маржинальные сделки преимущественно как инструмент извлечения спекулятивной прибыли. В результате за пределами научных дискуссий остались такие вопросы, как сущность и специфика маржинальных сделок, вновь появляющиеся виды и тенденции развития маржинальных сделок.

Отсутствует глубокий анализ технологии заключения маржинальных сделок. В частности, недостаточно изучены проблемы листинга закладываемых ценных бумаг, определения коэффициента их дисконтирования, формализации процедуры принудительной продажи заложенных ценных бумаг.

В отечественной научной литературе отсутствует решение проблемы классификации и управления рисками маржинальных сделок, нерешенными

остаются и многочисленные вопросы регулирования маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг в связи с реформой системы регулирования национального финансового рынка и созданием единого мегарегулятора на базе Банка России.

Актуальность проблемы, степень ее научной разработанности и практической значимости определили выбор темы, цели и задачи диссертационного исследования.

Цель диссертационной работы – раскрытие специфики развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг и уточнение на этой основе инструментария реализации и регулирования маржинальных сделок.

Указанная цель диссертационного исследования предопределила необходимость решения следующих **задач**:

– выявить специфику маржинальных сделок на рынке ценных бумаг и разработать классификацию маржинальных сделок с целью уточнения процедур и параметров маржинальных сделок;

– выявить и охарактеризовать тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг;

– уточнить критерии листинга закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках;

– предложить методику определения дисконта для ценных бумаг в маржинальных сделках;

– разработать комплекс практических рекомендаций, направленных на снижение рисков брокеров и инвесторов в маржинальных сделках (уточнить регламент принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках, предложить схему взаимодействия структурных подразделений брокерских компаний при осуществлении данной процедуры, обосновать ключевой метод управления рисками);

– обосновать направления регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Объектом исследования является сегмент маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Предметом исследования являются финансовые отношения между брокерами, их клиентами, а также мегарегулятором российского финансового рынка, возникающие в процессе функционирования и регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

Теоретическую базу исследования составили теория финансовых рынков и финансовых институтов в части теории рисков и ценообразования на финансовые активы, теории принятия финансовых решений в условиях риска и неопределенности, финансового посредничества. В работе использовались фундаментальные труды российских и зарубежных исследователей в области теории и практики организации финансовых рынков, банковского дела, финансового менеджмента. Также в диссертации использовались методологические и прикладные разработки специалистов коммерческих банков и профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Методология и методы диссертационного исследования. Методологической основой исследования послужили диалектический, исторический и системный подходы, 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.

Информационно-эмпирическую базу исследования составили законодательные и нормативные акты о функционировании и регулировании российского финансового рынка, материалы Центрального Банка России. При написании работы использовались научно-практические публикации, размещенные в периодических изданиях и в сети Интернет, изучались экспертные мнения представителей кредитных организаций и профессиональных участников рынка ценных бумаг Саратовской области.

Основные положения диссертации, выносимые на защиту:

1. Маржинальные сделки являются разновидностью кредитных сделок, совершаемых на рынке ценных бумаг; их сущность заключается в предоставлении брокером займа инвестору через инфраструктуру рынка ценных бумаг.

Процедуры и элементы маржинальных сделок обладают спецификой, проявляющейся в следующем: 1) ограничения на статус займодавцев и заемщиков в сделках (займодавцами выступают профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности, а заемщиками – клиенты брокеров, открывшие брокерские счета); 2) особый вид залога (документарные и бездокументарные ценные бумаги, соответствующие определенным требованиям) и обеспечения (ценные бумаги и/или денежные средства); 3) нестандартность процедур оформления по сравнению с другими кредитными сделками (в части документов, удостоверяющих передачу и заем); 4) отличительные обязанности и права брокеров (в части обязанностей расчета уровня маржи и прав требования дополнительного внесения денежных средств или ценных бумаг и принудительной продажи ценных бумаг); 5) необходимость использования при совершении сделок специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг (фондовые биржи, депозитарии, регистраторы).

Целесообразно классифицировать маржинальные сделки по следующим критериям: 1) фиксация сроков займа (с фиксированным сроком займа и без него); 2) возможность вывода денежных средств с брокерского счета (с возможностью вывода денежных средств со счета и без него); 3) ликвидность закладываемых ценных бумаг (сделки под ликвидные (маржинальные) и немаржинальные ценные бумаги); 4) целевое назначение сделок (спекулятивная направленность сделок и прочие потребности); 5) вид заемных активов (денежные средства и ценные бумаги).

Классификация маржинальных сделок позволяет структурировать существующие между ними взаимосвязи и может быть использована инвестиционными компаниями для обоснования оптимальных параметров сделки брокерами, а также регулятором финансового рынка – для уточнения параметров и совершенствования процедур регулирования маржинальных сделок.

2. Для сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг характерны тенденции количественного и качественного роста: рост объемов данных сделок; расширение типов сделок (наряду с классическими маржинальными сделками, сделки РЕПО и маржинальный вывод с брокерского счета); увеличение видов ценных бумаг, участвующих в сделках; усиление чувствительности маржинальных сделок к кризисным явлениям на рынке; повышение максимальной суммы займа, предоставляемого инвестору, во всех видах маржинальных сделок. Это приводит к усложнению структуры сделок и требует формализации процедур, методов и инструментов реализации и регулирования маржинальных сделок.

3. Предлагаемая методика листинга (составление списка) ценных бумаг в маржинальных сделках РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета уточняет критерии (параметры) листинга ценных бумаг (способ выпуска ценных бумаг, вид прав, закрепляемых за ценной бумагой, способ обращения ценной бумаги) и виды ценных бумаг, используемых в качестве залога: только эмиссионные ценные бумаги, только долговые ценные бумаги, срок обращения которых не превышает срок займа, только обращающиеся ценные бумаги.

Данное предложение унифицирует процедуру листинга в брокерских организациях и помогает снизить риски как инвесторов, так и профессиональных участников фондового рынка.

4. Коэффициент дисконта применяется при корректировке рыночной стоимости закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках. Ввиду

специфики займов в сделках РЕПО и маргинальном выводе средств со счета брокера по сравнению с классическими маргинальными сделками (более длинные сроки займа, вывод средств наличными, более высокие материальные и временные расходы на перерегистрацию ценных бумаг и реализацию заложенного имущества) при расчете коэффициента дисконта целесообразно, помимо ликвидности ценной бумаги, учитывать показатели волатильности бумаг, а также срок займа. А ликвидность закладываемых ценных бумаг предлагается определять на основе значения показателя «объем торгов данными ценными бумагами на ПАО «Московская биржа»» и далее оценивать посредством установления соответствующего поправочного коэффициента.

5. В целях минимизации рисков и типичных ошибок в маргинальных сделках целесообразно формализовать процедуры их осуществления, для чего в диссертационном исследовании разработан следующий комплекс методов и инструментов:

- регламент принудительной продажи ценных бумаг в маргинальных сделках, включающий описание этапов процедуры реализации ценных бумаг в случае неблагоприятного для инвестора развития событий на фондовом рынке;

- схема взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций при принудительной продаже ценных бумаг;

- метод лимитирования концентрации риска как приоритетный при управлении рисками маргинальных сделок, при этом лимиты при осуществлении маргинальных сделок предложено группировать по размеру активов брокеров, используемых в сделках (ограничения по объему денежных средств и/или ценных бумаг брокера, выделяемых для маргинальных сделок), и по условиям их проведения (ограничения величины начальной маржи и минимального уровня маржи; списка ценных бумаг, принимаемых под обеспечение; величины активов, выделяемых

одному инвестору; отклонения маржинальной заявки от лучших предложений на покупку и продажу).

6. Основные направления регулирования сегмента маржинальных сделок обусловлены проблемами его развития, которые заключаются в отсутствии значимых процедур, регламентов и механизмов регулирования данного сегмента (процедура дифференцированного подхода к брокерам, регламент пополнения торгового счета клиентами в случае угрозы принудительного закрытия позиций инвестора, механизм дифференциации финансового рычага) или их несовершенстве (процедура временной приостановки торгов при высокой волатильности цен ценных бумаг).

Научная новизна диссертационного исследования заключается в следующем:

– уточнены специфичные характеристики маржинальных сделок (особенности субъектно-объектного состава, вида залога и обеспечения, процедур оформления, исполнения сделок, прав и обязанностей брокеров) и расширена классификация маржинальных сделок (по признакам «возможность вывода средств с брокерского счета» и «вид заемных активов»), что послужило основой для обоснования предложений по совершенствованию инструментария реализации и регулирования маржинальных сделок;

– выявлены тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, характеризующие рынок ростом объемов и видов сделок, более широким применением новаций, что приводит к его качественному изменению и требует модификации инструментария исполнения и регулирования маржинальных сделок;

– в отличие от существующей методики листинга (составление списка) ценных бумаг, принимаемых в залог в маржинальных сделках (сделках РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета), предлагается исключение из списка закладываемых ценных бумаг неэмиссионных ценных бумаг и долговых ценных бумаг, срок погашения

которых превышает срок займа, а также наложение запрета на использование в качестве обеспечения необращающихся ценных бумаг;

– уточнен способ расчета коэффициента дисконта закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках, отличающийся от других способов учетом показателей волатильности ценных бумаг, объема торгов ценными бумагами и срока займа;

– предложено внедрение инструментария минимизации рисков маржинальных сделок и ошибок брокера и инвестора, а именно: 1) регламента принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках, который, в отличие от существующих, содержит предложения по оценке ликвидности и волатильности ценных бумаг; 2) новой схемы взаимодействия структурных подразделений при принудительной продаже ценных бумаг, что позволит координировать их действия; 3) применения в качестве ключевого метода управления рисками маржинальных сделок метода лимитирования концентрации риска, отличающегося от существующего обоснованием показателей лимитирования (величина активов заемщика, условия проведения маржинальных сделок);

– обоснованы направления регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, сконцентрированные на решении проблем развития сегмента маржинальных сделок и дополняющие регулирующие действия Банка России в части ранжирования брокеров, осуществляющих маржинальные сделки, технологических аспектов совершения брокерами маржинальных сделок (принудительная продажа ценных бумаг, размер финансового рычага) и порядка приостановки биржевых торгов при экстремально высокой волатильности котировок ценных бумаг.

Теоретическая значимость проведенного диссертационного исследования заключается в развитии теоретических положений, уточняющих и дополняющих теорию финансовых рынков и финансовых институтов в части научных положений о специфике маржинальных сделок

на рынке ценных бумаг, выявленных тенденциях развития сегмента маржинальных сделок.

Практическая значимость диссертации заключается в разработке конкретных методических и практических рекомендаций по осуществлению маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг, управлению рисками и регулированию данных сделок (методика расчета коэффициента дисконта закладываемых ценных бумаг, регламент принудительной продажи заложенных ценных бумаг, лимитирование концентрации риска маржинальных сделок, рекомендации по осуществлению листинга закладываемых ценных бумаг и регулированию маржинальных сделок).

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

- Банком России как мегарегулятором российского финансового рынка при регулировании деятельности брокеров, осуществляющих маржинальные сделки;

- брокерами российского рынка ценных бумаг при осуществлении маржинальных сделок;

- клиентами брокеров при планировании инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг;

- в учебном процессе в высших учебных при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Организация рынка ценных бумаг и операции с ценными бумагами», «Финансовые рынки и финансовые институты».

Соответствие диссертации паспорту научной специальности.

Отраженные в работе научные положения, выводы и результаты соответствуют области исследования специальности 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит, часть 1. Финансы, раздел 6. Рынок ценных бумаг и валютный рынок: п. 6.1. Теоретические основы организации и функционирования рынка ценных бумаг и его сегментов, п. 6.18. Специфика функционирования, институциональные основы и механизмы различных сегментов рынка ценных бумаг.

Степень достоверности и апробация результатов исследования.

Достоверность результатов диссертации обусловлена применением совокупности различных методов исследования и последовательной увязкой полученных на их основе результатов. Исследование основывается на известных трудах отечественных и зарубежных ученых по рассматриваемой тематике. Основные положения и результаты работы были доложены, обсуждены и одобрены на международных научно-практических конференциях «Формирование и реализация стратегий устойчивого экономического развития Российской Федерации» (Пенза, 2012), «Столыпинские чтения» (Севастополь, 2012), «Банковская культура и банковская конкуренция» (Саратов, 2014), «Молодежь в науке: новые горизонты» (Липецк, 2015), «Достижения вузовской науки» (Новосибирск, 2015), «Проблемы и перспективы социально-экономического реформирования современного государства и общества» (Москва, 2015); внутривузовских конференциях по итогам научно-исследовательской работы Саратовского государственного социально-экономического университета (Саратов, 2013) и Саратовского социально-экономического института (филиала) ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова» (Саратов, 2014–2015).

Полученные результаты внедрены в деятельность ООО «Доходный Дом Инвестора» (г. Саратов), а также используются в учебном процессе Саратовского социально-экономического института (филиала) ФГБОУ ВПО «Российский экономический университет им. Г. В. Плеханова» при преподавании дисциплин «Рынок ценных бумаг», «Организация рынка ценных бумаг и операции с ценными бумагами», «Финансовые рынки и финансовые институты». Практическое использование результатов исследования подтверждено справками о внедрении.

Публикации. По материалам исследования опубликовано 17 научных трудов (общий объем авторского вклада – 7,45 п. л.), в том числе 5 статей в

изданиях, рекомендованных ВАК Министерства образования и науки РФ (2,3 п. л.).

Структура и объем диссертации. Работа состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы из 198 источников и 4 приложений. Общий объем диссертации составляет 170 страниц. Работа содержит табличный и графический материал (10 таблиц, 16 рисунков).

Во **введении** обосновываются актуальность темы исследования, степень разработанности проблемы, определяются цель, задачи, объект и предмет исследования, научная и практическая значимость работы.

В **первой главе** «Теоретические основы функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг» обоснована необходимость выделения сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг, раскрыты сущность и специфика маржинальных сделок, проведена их классификация, выявлены и охарактеризованы тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Во **второй главе** «Технология осуществления маржинальных сделок под залог ценных бумаг» автором обоснованы методические рекомендации по совершенствованию процедур листинга закладываемых ценных бумаг, расчета коэффициента дисконта ценных бумаг и регламента принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках.

В **третьей главе** «Совершенствование регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг» проведена классификация рисков маржинальных сделок, разработана система их лимитирования, обоснованы направления регулирования маржинальных сделок со стороны мегарегулятора российского финансового рынка – Банка России.

В **заключении** обобщены результаты диссертационного исследования, сформулированы основные выводы и предложения.

Глава 1. Теоретические основы функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг

1.1. Сущность и специфика функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг

Исходным моментом диссертационного исследования является раскрытие сущности и особенностей функционирования сегмента маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг. Рабочая гипотеза исследования строится на предположении о том, что маржинальные сделки являются особым видом займов, предоставляемых брокерами через инфраструктуру рынка ценных бумаг, и имеют отличия от других видов транзакций.

В экономической литературе, посвященной проблемам функционирования рынка ценных бумаг, содержатся его различные классификации. Рассмотрим некоторые из них.

Классификация рынка ценных бумаг, предложенная В.А. Галановым¹, представлена на рисунке 1.



Рисунок 1. Классификация рынка ценных бумаг по В.А. Галанову

Практически аналогичная классификация рынка ценных бумаг содержится в учебнике «Рынок ценных бумаг» под редакцией В.А. Галанова

¹ Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник / В.А. Галанов [Текст]. – М.: Финансы и статистика, 2006. – С. 198.

и А.И. Басова. В нем выделяются следующие составные части рынка ценных бумаг: первичный рынок и вторичный рынок, организованный и неорганизованный рынки, внебиржевой и биржевой рынки, компьютеризированный и традиционный, кассовый и срочный рынок².

В монографии «Ценные бумаги и фондовый рынок» Я.М. Миркин подробно рассматривает следующие разновидности рынка ценных бумаг: международный, национальные, региональные, первичный и вторичный, биржевой и внебиржевой, стихийный, аукционный и дилерский, рынки отдельных видов ценных бумаг³. При этом автор отмечает, что возможны и другие виды классификации рынков: по видам сделок (кассовый рынок, форвардный рынок и т.п.), по эмитентам (рынок ценных бумаг предприятий, рынок государственных ценных бумаг и т.д.), по инвесторам (например, рынок ценных бумаг, ориентированных по условиям выпуска на молодежь в качестве инвестора, на людей пенсионного возраста и т.д.), по срокам (рынок кратко-, средне-, долгосрочных и бессрочных ценных бумаг), по территориальному, отраслевому и другим критериям⁴.

В учебнике «Рынок ценных бумаг» под редакцией И.В. Кушнира⁵ представлен следующий вариант сегментации рынка ценных бумаг:

1. В зависимости от стадии кругооборота ценной бумаги – первичный и вторичный рынки ценных бумаг.

2. По виду ценных бумаг: рынки акций, рынки облигаций и рынки векселей. При этом, рынок каждой отдельной ценной бумаги подразделяется на рынок данной бумаги и на рынки от нее зависимых ценных бумаг: рынок вторичных и производных финансовых инструментов (ПФИ).

3. По типу эмитента рынки ценных бумаг подразделяются на: рынок государственных ценных бумаг и рынок корпоративных ценных бумаг.

² Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг: Учебник / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова [Текст]. – М.: Финансы и статистика, 1996. – С. 97.

³ Миркин, Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / Я.М. Миркин. – М.: Перспектива, 1995. – С. 109-136.

⁴ Там же. С. 136.

⁵ <http://fan-5.ru/na5/02-208.php>

Рынок государственных ценных бумаг состоит из рынка федеральных ценных бумаг, рынка ценных бумаг субъектов федерации и рынок муниципальных ценных бумаг.

4. С точки зрения деления экономики на отрасли можно выделить отраслевой рынок ценных бумаг – то есть рынок тех видов ценных бумаг, которые выпускаются коммерческими структурами данной конкретной отрасли.

5. С точки зрения масштабов рынок ценных бумаг подразделяется на мировой и национальные рынки.

6. В зависимости от степени концентрации отношений между эмитентами и инвесторами рынок ценных бумаг подразделяется на биржевой и внебиржевой рынки.

7. В зависимости от наличия твердо установленных правил торговли рынки ценных бумаг подразделяются на организованный и неорганизованный рынок.

8. В зависимости от способа заключения сделок между участниками рынки подразделяются на публичный рынок и электронный рынок

9. также в зависимости от вида сделок рынок ценных бумаг делится на кассовый и срочный, инвестиционный и спекулятивный, наличный и долговой (маржинальный).

Другой российский автор – Гусева А.А.⁶ предлагает следующий вариант сегментации рынка ценных бумаг.

По географическому признаку можно выделить: национальный, региональный, международный и мировой рынок ценных бумаг.

По месту обращения ценных бумаг рынок ценных бумаг делится на биржевой и внебиржевой рынок ценных бумаг.

По отношению ценных бумаг к их выпуску в обращение можно выделить первичный и вторичный рынок ценных бумаг.

⁶ <http://fan-5.ru/na5/01-51.php>

По срокам обращения ценных бумаг рынок ценных бумаг делится на денежный рынок и рынок капиталов.

По видам ценных бумаг можно выделить: рынок акций, рынок облигаций, рынок государственных обязательств, вексельный рынок, рынок производных финансовых инструментов (фьючерсов, опционов) и так далее.

По видам сделок с ценными бумагами рынок ценных бумаг делится на кассовый рынок и срочный рынок.

В представленных выше классификациях сегмент маржинальных сделок рынка ценных бумаг не выделяется. Вместе с тем одной из наиболее ярких тенденций развития современного мирового рынка ценных бумаг является все большее распространение сделок, заключение которых предполагает использование не только активов самого участника, но также и заемных средств. Так, к началу финансово-экономического кризиса 2008 года доля сделок на российском рынке ценных бумаг, в которых был задействован заемный капитал, превышала 90 %⁷.

В классификации рынка ценных бумаг мы предлагаем использовать такой критерий, как “использование заемных средств”. В соответствии с данным критерием можно выделить два крупных сегмента рынка ценных бумаг: рынок, на котором участники совершают сделки исключительно на свои средства, и рынок, на котором участники используют заемные средства (как в форме ценных бумаг, так и в форме денежных средств). Для характеристики второго вида рынка мы предлагаем использовать термин «сегмент маржинальных сделок рынка ценных бумаг» или «маржинальный сегмент рынка ценных бумаг». Таким образом, сегмент маржинальных сделок является составной частью рынка ценных бумаг, на которой осуществляются сделки с использованием заемных активов, предоставленных брокерами (см. рисунок 2).

⁷ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: Диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук. / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – С. 3.

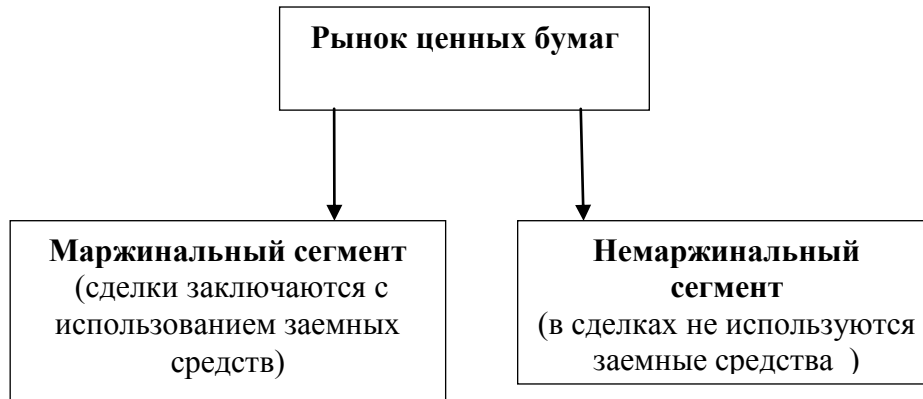


Рисунок 2. Маржинальный сегмент рынка ценных бумаг

Специфика функционирования маржинального сегмента рынка ценных бумаг определяется особенностями маржинальных сделок.

В основе маржинальных сделок лежит торговля с маржой. В теории рынка ценных бумаг под маржой понимается «минимальный процент стоимости акций, который покупатель должен внести в виде первого взноса»⁸. Маржа используется в сделках с неполной оплатой ценных бумаг, когда в момент их приобретения оплачивается только минимальный процент стоимости ценных бумаг, а оставшаяся задолженность гасится через некоторое время. При этом в качестве гарантии того, что оставшаяся часть стоимости ценных бумаг будет погашена в срок, служат активы покупателя (денежные средства или другие ценные бумаги), которые хранятся на его брокерском счете и не могут быть выведены с него до момента полного завершения сделки.

Термин «маржа» лежит в основе механизма заключения маржинальных сделок на рынке ценных бумаг. Маржинальные сделки – это сделки, заключаемые участником торгов на рынке ценных бумаг с использованием заемных средств, предоставленных брокером (инвестиционной компаний или банком), имеющим соответствующую лицензию.

⁸ Пирс, Д. Словарь современной экономической теории [Текст] / Д. Пирс, В. Автономов. – М.: Инфра-М, 2003. – С. 610.

Следует отметить, что в отечественных и зарубежных законодательных и нормативных актах, а также в отечественной и зарубежной экономической литературе даются достаточно усеченные трактовки маржинальных сделок, не раскрывающие в полной мере их сущностные особенности.

В Федеральном законе РФ «О рынке ценных бумаг» отмечается, что маржинальные сделки – это «сделки, совершаемые с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем»⁹.

Аналогичное определение маржинальной сделки содержится в ст. 1 утративших силу Правил, утвержденных Приказом экс-регулятора российского фондового рынка – Федеральной службы по финансовым рынкам от 7 марта 2006 г. № 06-24/пз-н "Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)": "совершение сделок купли-продажи ценных бумаг, расчет по которым производится с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных брокером в заем клиенту"¹⁰.

Ведущая российская саморегулируемая организация Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) дает следующее определение маржинальной сделки: “сделка, совершенная брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту в займы”¹¹.

Назаренко А.М. трактует маржинальные сделки как “зарегистрированный на бирже договор, по которому одна сторона (брокер) по поручению и от имени клиента и за счет его собственных или полученных от брокера в заем денежных средств и/или ценных бумаг обязуется передать

⁹ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015).

Ст. 3.

¹⁰ Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок): Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 № 06-24/пз-н (в редакции от 09.04.2009).

Ст. 1.

¹¹ <http://www.naufor.ru/tree.asp?n=6105>

(или оплатить) другой стороне – инвестору (покупателю или продавцу) бездокументарные ценные бумаги, а инвестор (покупатель или продавец) обязуется принять (или передать) эти ценные бумаги и уплатить за них определенную денежную сумму (цену)”¹².

В трактовках маржинальных сделок, содержащихся в зарубежных законодательных актах и экономической литературе, концентрируется внимание на заемном характере механизма их осуществления.

Регулирующий орган США (Комиссия по ценным бумагам и биржам) трактует маржинальные сделки как “деньги, позаимствованные вами у брокера для покупки ценных бумаг, причем инвестиции, сделанные вами в ценные бумаги, являются обеспечением по кредиту”¹³.

У. Шарп в своей работе "Инвестиции" дает определение счета с использованием маржи: "Счет с использованием маржи (margin account) похож на текущий счет с правом производить овердрафт"¹⁴.

Недостатками отмеченных выше трактовок маржинальных сделок является то, что в них не исследуется характер взаимоотношений между субъектами маржинальных сделок и не выделяются особенности маржинальных сделок, отличающие их от других сделок займа и кредитных сделок.

Исследуем субъектно-объектный состав маржинальных сделок, а также выявим их особенности как разновидности сделок займа.

Согласно Гражданскому кодексу РФ, “по договору займа одна сторона (займодавец) передает в собственность другой стороне (заемщику) деньги или другие вещи, определенные родовыми признаками, а заемщик обязуется возвратить займодавцу такую же сумму денег (сумму займа) или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества. Договор займа считается заключенным с момента передачи денег или других

¹² Назаренко А.М. Правовое регулирование маржинальных сделок в Российской Федерации: автореферат дис. на соиск. уч. степ. канд. юрид. наук / А.М Назаренко. – М., 2005. – С. 7

¹³ <http://www.klerk.ru/bank/articles/1612/>

¹⁴ Шарп, У. Инвестиции [Текст] / У. Шарп. – М.: ИНФРА-М, 1997. – С. 25.

вещей»¹⁵. Если иное не предусмотрено законом или договором займа, «займодавец имеет право на получение с заемщика процентов на сумму займа в размерах и в порядке, определенных договором»¹⁶.

Специфика работы с ценными бумагами ставит ограничение на статус займодавцев в маржинальных сделках. Для предоставления маржинального займа финансово-кредитные организации должны являться профессиональными участниками рынка ценных бумаг и иметь лицензию на осуществление брокерской деятельности. Согласно федеральному закону РФ «О рынке ценных бумаг», «под профессиональными участниками рынка ценных бумаг понимаются юридические лица, которые осуществляют следующие виды деятельности: брокерскую, дилерскую, деятельность по управлению ценными бумагами, депозитарную деятельность и деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг»¹⁷. Под брокерской деятельностью понимается «деятельность по совершению гражданско-правовых сделок с ценными бумагами и (или) по заключению договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, по поручению клиента от имени и за счет клиента (в том числе эмитента эмиссионных ценных бумаг при их размещении) или от своего имени и за счет клиента на основании возмездных договоров с клиентом»¹⁸.

Необходимость наличия лицензии на осуществление брокерской деятельности объясняется тем, что именно она предоставляет возможность финансово-кредитным организациям осуществлять маржинальные сделки¹⁹. В качестве займодавцев в маржинальных сделках могут выступать исключительно финансово-кредитные организации (коммерческие банки, брокерские, дилерские, инвестиционные, финансовые компании),

¹⁵ Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть 2: Федеральный закон РФ от 26.01.1996 № 14-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 807.

¹⁶ Там же. Ст. 809.

¹⁷ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 2.

¹⁸ Там же. Ст. 3.

¹⁹ Там же.

являющиеся профессиональными участниками рынка ценных бумаг и имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Статус профессионального участника рынка ценных бумаг предъявляет и определенные требования к штату финансово-кредитных организаций, предоставляющих своим клиентам возможность заключения маржинальных сделок. Согласно приказу ФСФР № 10-4/пз-н от 28 января 2010 года²⁰, сотрудники такой организации должны иметь квалификационные аттестаты, обеспечивающие соответствие указанных в них видов деятельности в области финансового рынка всем видам деятельности, осуществляемой организацией на финансовом рынке.

В других сделках займа и кредитных сделках займодавец или кредиторы не обязательно должны являться профессиональными участниками рынка ценных бумаг и иметь лицензию на осуществление брокерской деятельности.

Заемщиками в маржинальных сделках могут выступать исключительно клиенты брокеров, заключившие с ними договора брокерского обслуживания и располагающие принадлежащими им активами (деньги и/или ценные бумаги) на брокерском счете.

В залог могут быть предоставлены как документарные, так и бездокументарные ценные бумаги. В федеральном законе РФ «О рынке ценных бумаг» под документарной формой эмиссионных ценных бумаг понимается «форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании предъявления оформленного надлежащим образом сертификата ценной бумаги или, в случае депонирования такового, на основании записи по счету депо. Под бездокументарной формой эмиссионных ценных бумаг понимается форма эмиссионных ценных бумаг, при которой владелец устанавливается на основании записи в реестре

²⁰ Об утверждении Положения о специалистах финансового рынка: Приказ Федеральной службы по финансовым рынкам от 28.01.2010 № 10-4/пз-н.

владельцев ценных бумаг или, в случае депонирования ценных бумаг, на основании записи по счету депо²¹.

В других видах займов и кредитных сделках заемщики не обязательно должны являться собственниками ценных бумаг. Они могут быть собственниками другого имущества, признаваемого займодавцами или кредиторами ликвидным и способным служить обеспечением по выдаваемым ссудам. Обеспечением в кредитных сделках может служить и постоянный источник дохода заемщика.

Заемными активами в маржинальных сделках могут быть как денежные средства, так и ценные бумаги, выдаваемые брокерами их клиентам. В других сделках займа и кредитных сделках займодавцы и кредиторы обычно ссужают заемщикам какой-либо один актив (либо денежные средства, либо ценные бумаги).

Обеспечением займа в маржинальных сделках являются активы клиентов брокеров, находящиеся на их брокерских счетах (как денежные средства, так и ценные бумаги).

В соответствии с Федеральным законом РФ «О рынке ценных бумаг», в качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным займам брокер вправе принимать «только ценные бумаги, принадлежащие клиенту и/или приобретаемые брокером для клиента по маржинальным сделкам. В качестве обеспечения обязательств клиента по предоставленным брокером займам могут приниматься только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список биржи²².

Таким образом, в классических маржинальных сделках перечень принимаемых в залог ценных бумаг устанавливается брокерами не самостоятельно, а исходя из требований Федерального закона «О рынке ценных бумаг». В других сделках займа и кредитных сделках требования к

²¹ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015).

Ст. 2.

²² О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015).

С. 4.

обеспечению могут быть установлены займодавцами или кредиторами самостоятельно.

В классических маржинальных сделках целевое назначение займа определяется исключительно использованием предоставляемых брокерами активов для покупки или продажи ценных бумаг на рынке. В маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета и сделке РЕПО существует возможность вывода денежных средств с брокерского счета и их использования на любые цели заемщика. Таким образом, современные брокеры могут предоставлять как целевые, так и нецелевые займы.

Специфика маржинальных сделок проявляется и в процедуре их оформления. Условия договора займа, в том числе сумма займа или порядок ее определения, могут быть определены договором о брокерском обслуживании. При этом “документом, удостоверяющим передачу в заем определенной денежной суммы или определенного количества ценных бумаг, признается отчет брокера о совершенных маржинальных сделках или иной документ, определенный условиями договора”²³. В других сделках изначально заключаются либо установленные законом договора займа, либо кредитные договора.

Следующая специфика маржинальных сделок определяется наличием особых прав и обязанностей брокеров и их клиентов. Брокер при совершении маржинальной сделки обязан рассчитывать уровень маржи, имеет право направлять клиенту требование о внесении денежных средств или ценных бумаг в размере, достаточном для обеспечения ограничительного уровня маржи.

В маржинальных сделках существует возможность принудительной продажи брокерами заложенных заемщиками ценных бумаг. В частности, если величина обеспечения станет меньше суммы предоставленного клиенту займа, то брокер обращает взыскание на ценные бумаги, выступающие

²³ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 4.

обеспечением обязательств клиента по предоставленным займам, путем реализации ценных бумаг на бирже. Величина обеспечения, предоставленного клиентом, определяется брокером по рыночной стоимости выступающих обеспечением ценных бумаг, сложившейся на организованных торгах, за вычетом установленной договором скидки. Ценные бумаги, выступающие обеспечением обязательств клиента по предоставленным брокером займам, подлежат переоценке.

Приведем примеры необходимости принудительной продажи брокерами заложенных заемщиками ценных бумаг.

На представленных на рисунках 3 и 4 графиках биржевых торгов видно, что повышенная волатильность привела к резкому обесценению рыночной стоимости акций ГМК “Норильский Никель” и ОАО “Роснефть”. В первом случае рыночная цена снизилась на 19 %, во втором – на 23 %. Снижение рыночной цены соответствует снижению величины обеспечения по предоставленным займам. В данном случае брокеры вынуждены принудительно продать заложенные клиентами ценные бумаги.

Следует отметить, что в прочих сделках займа и кредитных сделках возможность принудительной продажи займодавцами или кредиторами заложенных активов отсутствует.

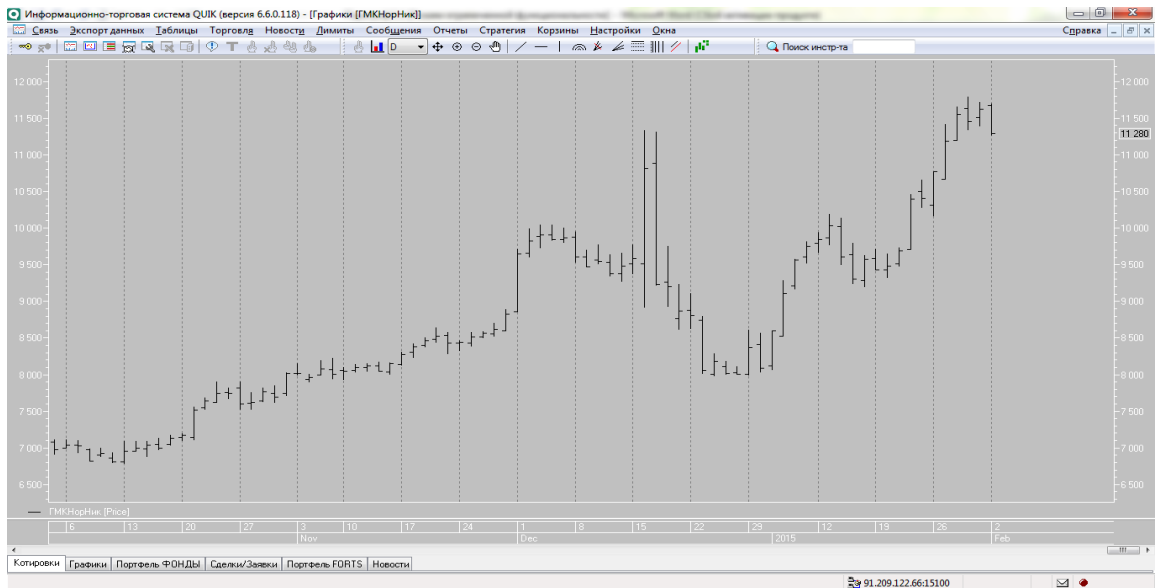
Еще одна особенность маржинальных сделок связана с тем, что объект залога – ценные бумаги обладает повышенной волатильностью в сравнении с другими объектами залога в обеспеченных займах и кредитах (товарно-материальные ценности, недвижимость, иностранная валюта, драгоценные металлы, ювелирные изделия).

Традиционно волатильность определяется как показатель, характеризующий изменчивость цены²⁴. Волатильность показывает меру риска использования какого-либо актива в заданный период времени.

Приведем некоторые примеры значительной волатильности ценных бумаг, обращающихся на фондовой бирже.

²⁴См., например: <https://ru.wikipedia.org/wiki/Волатильность>

16 и 17 декабря 2014 г. можно было наблюдать повышенную волатильность торгов обыкновенными акциями ГМК “Норильский Никель” (см. Рисунок 3). На представленном графике видно, что до анализируемого периода рыночные цены колебались в диапазоне 9 300 – 10 000 рублей, что соответствует волатильности в размере 7 %. 16 декабря 2014 г. показатель волатильности вырос до 21 %, 17 декабря 2014 г. – до 19 %.



3

Рисунок 3. Повышенная волатильность торгов обыкновенными акциями ГМК “Норильский Никель” 16 и 17 декабря 2014 года²⁵

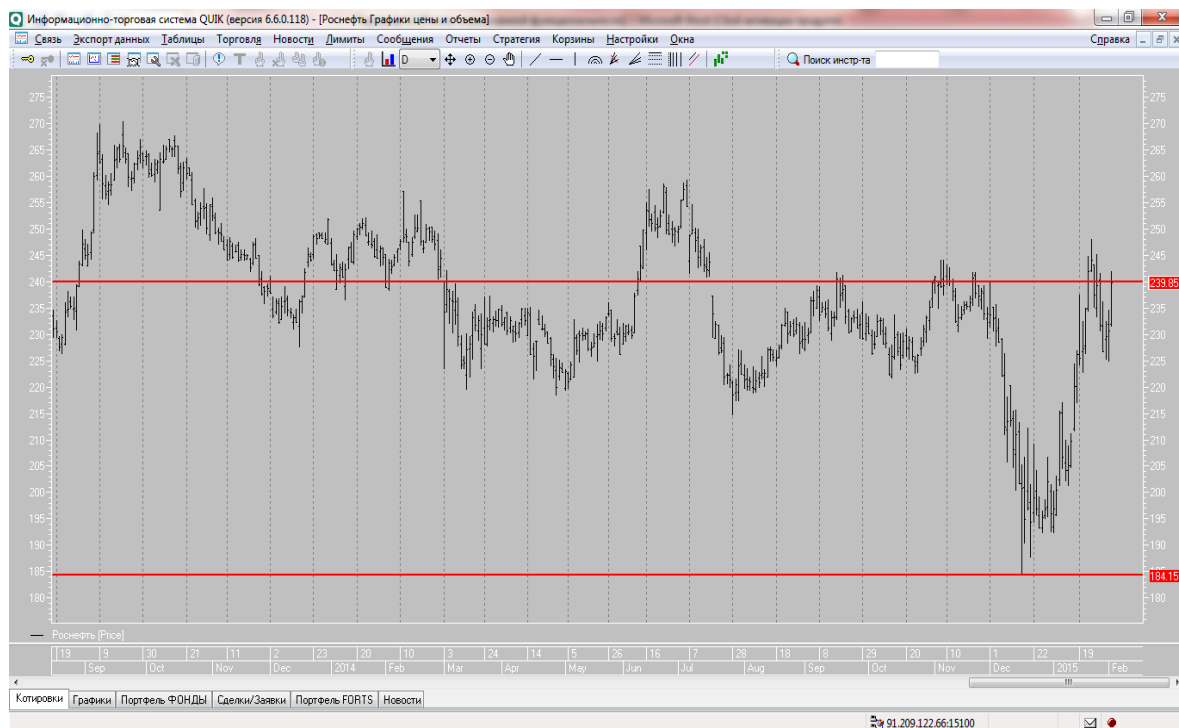


Рисунок 4. Повышенная волатильность торгов акциями ОАО “Роснефть” в декабре 2014 года²⁶

На рисунке 4 представлена динамика котировок акций ОАО “Роснефть” за период с сентября 2013 г. по январь 2015 г. На графике видно, что начиная с 1 декабря 2014 г. волатильность торгов резко возросла – с уровня 240 рублей за акцию цены упали до 184 рублей (16 декабря).

Повышенная волатильность торгов акциями на организованном рынке оказывает непосредственное влияние на финансовые результаты брокеров в маржинальных сделках. Рост показателя волатильности означает увеличение вероятности резкого снижения курса ценных бумаг, что может привести к ситуации, когда стоимость заложенного портфеля окажется меньше, чем сумма полученного участником сделки займа. Кроме того, при повышенной волатильности брокеры могут понести дополнительные убытки в сделках по продаже ценных бумаг, если их курс падает ниже критической отметки.

Последней выделяемой нами особенностью маржинальных сделок, отличающей их от других сделок займа и кредитных сделок, является то, что

²⁶

Составлено автором по данным ЗАО “Финам”.

для их функционирования необходимо наличие специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг.

В отечественной экономической литературе под инфраструктурой рынка ценных бумаг понимается “совокупность технологий, используемых на рынке для заключения и исполнения сделок, материализованная в разных технических средствах, институтах (организациях), нормах и правилах”²⁷.

Применительно к маржинальным сделкам инфраструктура рынка ценных бумаг должна обеспечить возможность совершения сделок между брокерами и их клиентами. По нашему мнению, к числу инфраструктурных организаций рынка ценных бумаг, необходимых для обеспечения маржинальных сделок, следует отнести фондовые биржи, депозитарии и регистраторов.

Фондовая биржа – это финансовый институт, обеспечивающий регулярное функционирование организованного рынка ценных бумаг. При заключении маржинальной сделки фондовая биржа играет роль организатора торговли, на котором портфель ценных бумаг заемщика может быть реализован в случае невозврата займа или в случае обесценения залога. Кроме того, фондовая биржа выполняет оценочную функцию. Перед выдачей займа портфель ценных бумаг заемщика подлежит оценке и дисконтированию. При биржевом обращении ценных бумаг их оценка носит объективный характер и может быть осуществлена в режиме реального времени, что значительно снижает риски брокера.

Депозитарий – “это профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий депозитарную деятельность”²⁸. Депозитарной деятельностью признается оказание услуг по хранению сертификатов ценных бумаг и/или учету и переходу прав на ценные бумаги.

²⁷ Ломтатидзе, О.В. Базовый курс по рынку ценных бумаг: Учебное пособие / О.В. Ломтатидзе, М.И. Львова, А.В. Болотин и др. [Текст]. – М.: КНОРУС, 2010. – С. 84.

²⁸ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 7.

Депозитарий, осуществляющий учет прав на эмиссионные ценные бумаги с обязательным централизованным хранением, обязан оказывать депоненту услуги, связанные с получением доходов по таким ценным бумагам в денежной форме и иных причитающихся владельцам таких ценных бумаг денежных выплат. Депозитарий, осуществляющий обязательное централизованное хранение эмиссионных ценных бумаг, по распоряжению эмитента предоставляет ему список лиц, являющихся владельцами указанных ценных бумаг, один раз в год за вознаграждение, не превышающее затраты на его составление, а в остальных случаях за вознаграждение, размер которого определяется договором с таким депозитарием. Номинальный держатель, являющийся депонентом депозитария, осуществляющего обязательное централизованное хранение эмиссионных ценных бумаг, должен предоставить список владельцев таких ценных бумаг не позднее семи дней после дня получения соответствующего требования от указанного депозитария. Депозитарий, осуществляющий учет прав на иные ценные бумаги, может оказывать депоненту услуги, связанные с получением доходов по таким ценным бумагам и иных причитающихся владельцам таких ценных бумаг выплат.

При заключении маржинальной сделки депозитарий выполняет следующие функции: хранение ценных бумаг, которые служат залогом по займу, обременение ценных бумаг залогом и учет прав на ценные бумаги при их принудительной продаже.

“Деятельностью по ведению реестра владельцев ценных бумаг признаются сбор, фиксация, обработка, хранение данных, составляющих реестр владельцев ценных бумаг, и предоставление информации из реестра владельцев ценных бумаг”²⁹. Лица, осуществляющие деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг, именуются держателями реестра (регистраторами).

²⁹ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 8.

Держатель реестра для осуществления прав по ценным бумагам составляет на определенную дату список лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, или список зарегистрированных лиц, каждый из которых должен содержать:

1) сведения о владельцах ценных бумаг и об иных лицах, которые в соответствии с федеральными законами осуществляют права по ценным бумагам, а в случае составления списка зарегистрированных лиц – сведения о зарегистрированных лицах;

2) сведения о количестве ценных бумаг, принадлежащих лицам, включенным в указанный список, а также иные сведения в соответствии с требованиями, установленными федеральными законами и нормативными актами Банка России.

При заключении маржинальной сделки регистратор выполняет следующие функции:

1. учет владельцев ценных бумаг при начислении дивидендов;
2. составления списка лиц, осуществляющих права по ценным бумагам, в целях осуществления прав, закрепленных ценными бумагами, в том числе списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров.

В других сделках займа и кредитных сделках наличие специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг требуется не всегда.

Выявленные нами особенности маржинальных сделок, отличающие их от других сделок займа и кредитных сделок, представлены в таблице 1.

Таблица 1

**Особенности маржинальных сделок,
отличающие их от других сделок займа и кредитных сделок**

Параметр маржинальной сделки	Особенности
1. Займодавцы	Исключительно профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности
2. Заемщики	Исключительно клиенты брокеров, заключившие договора брокерского обслуживания и располагающие принадлежащими им активами (денежные средства и/или ценные бумаги) на брокерском счете
3. Заемные активы	Денежные средства и/или ценные бумаги, ссужаемые брокерами их клиентам
4. Обеспечение займа	Денежные средства и/или ценные бумаги клиентов брокеров, находящиеся на их брокерских счетах. В классических маржинальных сделках обеспечением могут выступать только ликвидные ценные бумаги, включенные в котировальный список фондовой биржи
5. Назначение займа	Целевое (покупка или продажа ценных бумаг с использованием заемных активов брокера) и нецелевое (удовлетворение любых потребностей заемщика) назначение
6. Оформление сделки	Договор брокерского обслуживания, отдельное соглашение к нему, отчет брокера о совершенных маржинальных сделках
7. Права и обязанности брокеров и их клиентов	Постоянный расчет и поддержание ограничительного уровня маржи, возможность принудительной продажи брокерами заложенных ценных бумаг
8. Волатильность объекта залога – ценных бумаг	Повышенная волатильность ценных бумаг в сравнении с другими объектами залога в обеспеченных займах и кредитах
9. Наличие специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг	Для функционирования маржинальных сделок необходимо наличие специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг (фондовые биржи, депозитарии, регистраторы)

По нашему мнению, выявленные особенности расширяют научное представление о маржинальных сделках, заключаемых на рынке ценных бумаг.

Выводы

1. Сегмент маржинальных сделок – это составная часть рынка ценных бумаг, на которой осуществляются сделки с использованием заемных активов брокеров. Специфика функционирования маржинального

сегмента рынка ценных бумаг определяется особенностями маржинальных сделок.

2. *Маржинальные сделки – это разновидность сделок, совершаемых на рынке ценных бумаг, в которой займодавцами выступают профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности, а заемщиками – клиенты брокеров, открывшие брокерские счета. Заем представляется под залог активов заемщика (денежные средства и/или ценные бумаги), находящихся на брокерском счете у займодавца, как денежными средствами, так и ценными бумагами и может носить как целевое (спекулятивная покупка или продажа ценных бумаг), так и нецелевое (удовлетворение любых потребностей заемщика) назначение.*

3. *Особенности маржинальных сделок как разновидности сделок займа: оформление сделки договором брокерского обслуживания, отдельным соглашением к нему или отчетом брокера о совершенных маржинальных сделках; постоянный расчет и поддержание ограничительного уровня маржи и возможность принудительной продажи брокером заложенных ценных бумаг; повышенная волатильность объекта залога – ценных бумаг; необходимость наличия специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг (фондовые биржи, депозитарии, регистраторы).*

1.2. Классификация маржинальных сделок как основа для совершенствования инструментария реализации и регулирования маржинальных сделок

Выявив сущность и раскрыв специфику функционирования сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг, перейдем к построению классификации маржинальных сделок. Она позволит структурировать взаимосвязи, существующие между разновидностями маржинальных сделок.

Проблема классификации маржинальных сделок не нашла должного отражения в научной литературе. Так, в исследовании Чернышкина Д.Г., посвященном проблеме функционирования и регулирования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг, анализируются понятие, механизм заключения, риски и специфика маржинальных сделок³⁰. При этом автор рассматривает два наиболее часто встречающихся на российском фондовом рынке вида маржинальных сделок: покупку ценных бумаг под залог собственных активов (денежных средств и ценных бумаг), а также продажу ценных бумаг, взятых в займы у брокера. В работе Поповой Т.А.³¹ уточнено понятие маржинального кредитования, исследованы риски совершения маржинальных сделок на рынке ценных бумаг. При этом проблема классификации маржинальных сделок осталась за пределами внимания автора.

Для построения авторской классификации маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг, мы обратились к опыту деятельности российских инвестиционных компаний и банков. Он показал, что маржинальные сделки классифицируются лишь в соответствии с тремя критериями: целевое использование займа, степень ликвидности используемых в сделке в качестве залога ценных бумаг и фиксация сроков возврата займа.

Если заем носит строго целевое назначение и денежные средства могут быть использованы исключительно на спекулятивные цели (приобретение ценных бумаг), то такие сделки относятся к группе классических маржинальных сделок и подлежат регулированию со стороны Банка России. Если же целевое назначение отсутствует, то подобные маржинальные сделки заключаются только под залог ценных бумаг, но не денежных средств и предполагают возможность осуществления вывода полученных займы

³⁰ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – 145 с.

³¹ Попова Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – 154 с.

денежных средств с брокерского счета клиента. Так, в ЗАО “Финам”³² клиентам доступны четыре вида займов под залог ценных бумаг:

1) “Надежные бумаги” – заем выдается под залог маржинальных ценных бумаг, срок возврата заранее не фиксируется;

2) “Биржевой” – закладываемые ценные бумаги не входят в маржинальный список, срок возврата заранее не фиксируется;

3) ”РЕПО ”Биржевой” – заем выдается под залог неликвидных ценных бумаг, срок возврата определяется заранее;

4) ”РЕПО “Третий эшелон” – ценные бумаги неликвидны, срок возврата зафиксирован.

В инвестиционной компании ООО “Брокеркредитсервис” практикуется два вида маржинальных сделок под залог ценных бумаг: с фиксацией срока возврата и без таковой³³.

Аналогичные виды маржинальных сделок под залог ценных бумаг доступны и клиентам инвестиционной компании ООО “Атон”³⁴.

Итак, обобщение практики работы российских брокеров позволяет выделить три вида маржинальных сделок: классические маржинальные сделки, маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета и сделки РЕПО. При этом классические маржинальные сделки подразделяются на сделки по приобретению ценных бумаг под залог денежных средств или других ценных бумаг (длинная маржинальная позиция), а также сделки по продаже ценных бумаг, взятых в займы у брокера под залог денежных средств или других ценных бумаг (короткая маржинальная позиция) (см. рисунок 5).

Рассмотрим механизмы осуществления маржинальных сделок.

Классические маржинальные сделки.

В соответствии с Федеральным законом РФ “О рынке ценных бумаг”, маржинальными сделками именуются “сделки, совершаемые с

³² <http://kredit-otziv.ru/finambank/>

³³ www.bcs.ru

³⁴ www.aton.ru

использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем»³⁵.

При этом собственные денежные средства клиента либо приобретенные на них ценные бумаги служат обеспечением полученного займа и рассматриваются как залог.

Маржинальная торговля – это операции покупки/продажи ценных бумаг, проводимые клиентом с использованием открытого у брокера особого маржинального счета (margin account). Операция покупки ценных бумаг на маржинальный счет состоит в том, что клиент оплачивает часть стоимости сделки собственными денежными средствами, а остальная сумма предоставляется брокером в заем. Операция продажи ценных бумаг с маржинального счета ("короткая" продажа) заключается в следующем: клиент занимает ценные бумаги у брокера и продает их на рынке, а затем погашает заем такими же ценными бумагами, приобретенными при последующей сделке. Заем предоставляется клиенту брокером под определенную процентную ставку.

Юридическим основанием для маржинальной сделки является дополнительное соглашение к брокерскому договору, который заключается между клиентом и брокером. В данном договоре прописываются все существенные условия маржинального займа под залог ценных бумаг: процентная ставка по займу, коэффициент дисконтирования ценных бумаг и условия, при которых брокер осуществляет принудительную продажу заложенных ценных бумаг.

Первая особенность классических маржинальных сделок заключается в том, что заем носит строго целевой характер – заемные средства могут быть использованы в рамках брокерского счета исключительно для спекулятивных целей. Это означает, что заемщик не имеет возможности вывести заемные денежные средства с брокерского счета, но может потратить их только на

³⁵ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 3.

спекулятивные сделки с ценными бумагами. При этом брокер ограничивает заемщика также и спектром ценных бумаг, которые можно приобрести на заемные средства – они должны входить в список маржинальных ценных бумаг, составленный регулятором (Банком России).



Рисунок 5. Виды маржинальных сделок, заключаемых на российском рынке ценных бумаг

Маржинальные ценные бумаги – это наиболее ликвидные акции и облигации, которые российские брокеры могут использовать в качестве залога по маржинальным сделкам своих клиентов (покупка ценных бумаг на сумму, превышающую остаток на торговом счете, и продажа взятых в займы у брокера ценных бумаг). Список маржинальных ценных бумаг подлежит изменению со стороны регулятора. При утере ликвидности или снижении объемов торгов ценная бумага подлежит исключению из списка и, наоборот, при росте ликвидности или увеличении объемов торгов ценную бумагу включают в список маржинальных. Действующий список маржинальных ценных бумаг представлен в Приложении 1.

Вторая особенность классических маржинальных сделок связана с отсутствием фиксированного срока возврата займа. Клиент брокера имеет право пользоваться заемными средствами в течение неограниченного периода времени, однако плата за заем начисляется и списывается с брокерского счета ежедневно. Если же на брокерском счете недостает денежных средств для выплаты процентов по займу, брокер направляет клиенту требование о его погашении.

Покупка ценных бумаг на денежные средства, предоставленные брокером под залог ценных бумаг, соответствует занятию заемщиком длинной маржинальной позиции. При этом следует различать собственную длинную позицию, не предполагающую использование заемных денежных средств, и длинную маржинальную позицию, включающую покупку ценных бумаг не только на свои собственные, но и занятые у брокера средства. В качестве залога по данному виду сделок служат ценные бумаги, находящиеся у клиента на счете.

Очевидно, что к маржинальным сделкам под залог ценных бумаг относятся лишь сделки, соответствующие занятию длинной маржинальной позиции. В данном случае клиент занимает у брокера денежные средства под залог своих ценных бумаг, которые находятся на брокерском счете, для приобретения ценных бумаг на фондовой бирже.

Продажа ценных бумаг, взятых у брокера в займы под залог других ценных бумаг, соответствует короткой продаже.

Короткая продажа ценных бумаг относится к маржинальным сделкам под залог ценных бумаг, так как в этом случае предметом займа выступают не денежные средства, а ценные бумаги.

Брокеры не вправе принимать в качестве обеспечения ценные бумаги клиента, если они не входят в список маржинальных ценных бумаг, установленный регулятором.

Главной задачей, которую ставит Банк России при составлении списка маржинальных ценных бумаг, является минимизация факторов, способных

привести к отрицательному эффекту финансового рычага. Данная компетенция регулирующего органа вызвана тем, что при использовании заемных денежных средств и/или ценных бумаг участник торгов сталкивается с рисками, возникающими в связи с утратой контроля над дифференциалом и величиной финансового рычага. Актуализация данных рисков приводит к снижению эффекта финансового рычага.

Следует отметить, что “для совершения маржинальных сделок на рынке ценных бумаг финансово-кредитные организации должны иметь лицензию на осуществление брокерской деятельности и минимальный размер собственных средств 35 миллионов рублей”³⁶. Если размер собственного капитала падает ниже этого уровня, финансово-кредитная организация лишается права осуществлять маржинальные сделки.

При оценке залога брокеры прибегают к дисконтированию портфеля ценных бумаг, что снижает риски досрочного возврата займа в случаях резкого обесценения рыночной стоимости ценных бумаг. Коэффициент дисконтирования колеблется в диапазоне 10-20 %, однако в условиях повышенной волатильности брокеры могут повысить его значение. Так в ноябре-декабре 2014 года, когда рыночные курсы российских ценных бумаг колебались в условиях экстремально высокой волатильности, некоторые профессиональные участники рынка ценных бумаг повысили коэффициент дисконтирования до 35 %³⁷.

Процентные ставки, под которые выдается заем под залог ценных бумаг при совершении маржинальных сделок, как правило, ниже, чем ставки по потребительскому необеспеченному кредитованию (в районе 18-30 % годовых в 2014 году³⁸) и близки к ставкам по ипотечным кредитам (12-14 % годовых за этот же период³⁹).

³⁶ О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов: Указание Банка России от 21.07.2014 г. № 3329-У.

³⁷ Данные инвестиционных компаний ЗАО “Финам”, ООО “Атон”, ООО “Алор”, ПАО “ВТБ-24”.

³⁸ <http://www.sravni.ru/kredity/>

³⁹ <http://www.sravni.ru/ipoteka/>

В таблице 2 представлены условия классических маржинальных сделок под залог ценных бумаг летом-осенью 2014 года у некоторых российских профессиональных участников рынка ценных бумаг (инвестиционные компании и коммерческие банки) федерального и регионального уровня.

Таблица 2

**Условия классических маржинальных сделок
под залог ценных бумаг в российских инвестиционных компаниях
и коммерческих банках летом-осенью 2014 г.⁴⁰**

Название инвестиционной компании/коммерческого банка	Процентная ставка по займу, %	Коэффициент дисконтирования ценных бумаг, %
ПАО “ВТБ-24”	10-12	15
Банк “ФК Открытие”	10	15
ЗАО “Финам”	12	15
ООО “Брокеркредитсервис”	12	15
ООО “Атон”	12	10-15
ООО “Алор”	13	10
ЗАО “Джи Ай Ди Инвест” (г. Саратов)	14	20

Маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета – второй вид маржинальных сделок. Как уже было отмечено выше, маржинальный вывод в отличие от длинной маржинальной позиции позволяет заемщику осуществить вывод денежных средств с брокерского счета. То есть заем в данном случае не носит строго целевого характера и денежные средства могут быть использованы на цели, определяемые заемщиком самостоятельно.

Сходство с предыдущим вариантом маржинальной сделки под залог ценных бумаг заключается в отсутствии фиксированного срока возврата займа – как и при заключении классической маржинальной сделки, заемщик,

⁴⁰ Составлено автором на основе данных инвестиционных компаний и коммерческих банков, содержащихся на их официальных сайтах.

осуществивший маржинальный вывод денежных средств, самостоятельно принимает решение о дате возврата займа.

Маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета доступен лишь под залог маржинальных ценных бумаг. Ввиду того, что маржинальные ценные бумаги являются более надежным залогом, брокеры, предоставляющие займы своим клиентам под залог данных ценных бумаг, взимают процентные ставки, которые ниже, чем при банковском потребительском необеспеченном кредитовании – от 15 % годовых. Кроме того, еще одним преимуществом для клиентов при займе под залог маржинальных ценных бумаг (по сравнению с другим видом займа, позволяющим выводить денежные средства – сделками РЕПО) является низкий дисконт, не превышающий 40 % от рыночной стоимости ценной бумаги. Так, например, ЗАО “Финам” применяет коэффициент дисконтирования не более 40 %⁴¹, ОАО “Доходный Дом Инвестора” – от 30 до 40 % в зависимости от вида ценных бумаг⁴². В коммерческих банках, предоставляющих услуги по маржинальному кредитованию на рынке ценных бумаг (ПАО “ВТБ-24”, Банк “ФК Открытие”), коэффициенты дисконтирования также колеблются в районе 40 %⁴³.

Условием предоставления услуги “маржинальный вывод” является открытие у профессионального участника рынка ценных бумаг брокерского счета. При этом подписание договора на брокерское обслуживание не обязывает потенциального заемщика совершать какие-либо сделки с ценными бумагами. Данный договор является юридическим основанием для совершения сделок по маржинальному выводу денежных средств.

Помимо договора на брокерское обслуживание, заемщик подписывает и дополнительное соглашение, в котором прописываются все существенные условия займа: проценты за пользование займом, вид обеспечения, параметры принудительного возврата займа и пр.

⁴¹ www.finam.ru

⁴² www.ddinvest.ru

⁴³ www.vtb24.ru, www.open.ru

Обязательным условием сделки по маржинальному выводу денежных средств является наличие на брокерском счете маржинальных ценных бумаг. Если в результате управленческих действий заемщика в структуре его инвестиционного портфеля оказываются немаржинальные ценные бумаги, то он лишается возможности получить заем.

После подписания договора на брокерское обслуживание и перевода на брокерский счет ценных бумаг портфель заемщика подлежит дисконтированию. Оно осуществляется в режиме реального времени, что предопределяет возможность в любой момент времени воспользоваться услугой “маржинальный вывод”.

Дисконтировав портфель ценных бумаг, брокер определяет лимит вывода денежных средств. Необходимо отметить, что преимуществом данной услуги по сравнению с другими видами маржинальных сделок является то, что заемщик самостоятельно, по мере необходимости, выбирает момент времени, когда ему необходимо осуществить вывод денежных средств со своего счета под залог маржинальных ценных бумаг. При этом заемщик не теряет способность самостоятельно управлять своим портфелем ценных бумаг – менять его структуру, продавать все ценные бумаги, пополнять портфель за счет новых приобретений. Главным условием является наличие в портфеле маржинальных ценных бумаг, объем которых покрывает величину займа (с учетом коэффициента дисконтирования).

В рамках услуги “маржинальный вывод” перевод средств на банковский счет заемщика может быть осуществлен как посредством использования обычной связи (телефон, факс), так и с использованием возможностей электронно-цифровой подписи. После поступления денежных средств на банковский счет заемщик получает возможность получить их в офисе банка или через банкомат с помощью пластиковой карты.

День вывода денежных средств считается датой начала займа. По факту возврата денежных средств на брокерский счет рассчитываются проценты за пользование ссудой.

Следующий вид маржинальных сделок называется *сделкой РЕПО*.

При заключении сделки РЕПО заемщик получает заем в денежной форме под залог ценных бумаг, которые числятся на его брокерском счете. При этом, в отличие от предыдущего варианта, заемщик должен заранее знать и оговорить в договоре сделки РЕПО срок возврата денежной ссуды.

Сделка РЕПО состоит из двух взаимосвязанных сделок, которые называются частями РЕПО и заключаются одновременно.

Первая часть РЕПО: заемщик продает брокеру принадлежащие ему ценные бумаги. Вторая часть РЕПО: заемщик через определённый заранее период времени выкупает проданные ранее ценные бумаги в том же количестве, но по более высокой цене. При этом важно отметить, что цена обратного выкупа известна заранее и не зависит от рыночной конъюнктуры. Разница между ценой продажи и ценой обратного выкупа ценных бумаг и есть плата за пользование денежными средствами. Указанная разница является расходами по выплате процентов по займу, уплаченными по операциям РЕПО. Поэтому продажа ценных бумаг по первой части сделки РЕПО отдельно не облагается налогом на доходы физических лиц.

Описанная структура сделки РЕПО позволяет отнести ее к маржинальным сделкам по причине наличия следующих признаков:

1) займодавцами выступают профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности, а заемщиками – клиенты брокеров, открывшие брокерские счета;

2) заем представляется под залог активов заемщика (денежные средства и/или ценные бумаги), находящихся на брокерском счете у займодавца, как денежными средствами, так и ценными бумагами;

3) заем может носить как целевое (спекулятивная покупка или продажа ценных бумаг), так и нецелевое (удовлетворение любых потребностей заемщика) назначение.

Также как и при “маржинальном выводе”, в результате заключения сделки РЕПО заемщик получает возможность вывести денежные средства с брокерского счета. Возврат денежных средств происходит в день, который указан в приложении к брокерскому договору. Если денежные средства не поступают в назначенный день, брокер получает право реализовать заложенные ценные бумаги на организованном рынке и из вырученной от их продажи суммы погасить задолженность и начисленные по займу проценты.

Ценные бумаги, используемые в качестве залога по сделкам РЕПО, не обязательно должны входить в маржинальный список. Так как немаржинальные ценные бумаги обладают повышенной волатильностью, их рыночная стоимость может резко снизиться. Таким образом, возможность передачи в залог немаржинальных ценных бумаг сопряжена с риском их обесценения в случае отрицательной рыночной конъюнктуры, что может негативно отразиться на финансовом состоянии брокера.

По этой причине процентная ставка при кредитовании по схеме РЕПО, как правило, выше, чем при маржинальном выводе денежных средств. Так, например, процентные ставки по займам под залог неликвидных акций, допущенных к обращению на российском фондовом рынке, в ООО “Брокеркредитсервис” в 2014 году держались в диапазоне 16-18 %, в то время как заем в рамках услуги “маржинальный вывод” под залог “голубых фишек” обошелся бы клиентам под 12-14 % годовых⁴⁴. В этот же период времени в банках ПАО “ВТБ-24”⁴⁵ и “ФГ Открытие”⁴⁶ заем под залог ценных бумаг в виде сделки РЕПО обходился заемщикам в 10-12 % годовых.

В случае неликвидных ценных бумаг брокеры прибегают к дополнительному страхованию за счет использования повышенного дисконта (от 50 % и выше) к рыночной стоимости ценной бумаги. Такие федеральные инвестиционные компании как ООО “Брокеркредитсервис”⁴⁷ и

⁴⁴ <http://bcs.ru/broker/services/lending.asp>

⁴⁵ www.onlinebroker.ru/services/stock/margins

⁴⁶ www.open.ru/.../edited2/report-ifs-2q2014.pdf

⁴⁷ <http://bcs.ru/broker/services/lending.asp>

ЗАО «ФИНАМ»⁴⁸ используют коэффициент дисконта 60 % в случае предоставления займа под залог неликвидных ценных бумаг. В банках ПАО «ВТБ-24» и «ФГ Открытие» также используются повышенные коэффициенты, превышающие 50 %⁴⁹.

Обозначим главные отличия между двумя вариантами маржинальных сделок с возможностью вывода денежных средств под залог ценных бумаг (Таблица 3).

Таблица 3

Отличия маржинального вывода денежных средств с брокерского счета от сделки РЕПО

Вид сделки	Ликвидность принимаемых в качестве залога ценных бумаг	Срок возврата денежных средств	Процентная ставка по займу, %	Коэффициент дисконта ценных бумаг, %
Маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета	Ликвидные (биржевые, маржинальные)	Заранее не фиксируется	12-14	50
Сделка РЕПО	Неликвидные (немаржинальные, внебиржевые, прочие)	Определяется до момента вывода денежных средств	18	Более 60

Итак, мы исследовали механизмы трех маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг: классической маржинальной сделки, маржинального вывода денежных средств с брокерского счета и сделки РЕПО. На основании проведенного исследования правомерно, на наш взгляд, предложить следующую классификацию маржинальных сделок (Таблица 4).

Первый критерий – фиксация сроков займа. В соответствии с данным критерием можно выделить сделки, по которым сроки займа жестко зафиксированы (сделки РЕПО), и сделки без зафиксированного срока займа (классические маржинальные сделки и маржинальный вывод денежных средств).

⁴⁸ www.finam.ru

⁴⁹ www.vtb24.ru, www.open.ru

Второй критерий – возможность вывода денежных средств с брокерского счета. В соответствии с данным критерием можно выделить сделки, в которых встроена возможность осуществить вывод денежных средств с брокерского счета (сделка “маржинальный вывод” и сделка РЕПО) и сделки без возможности вывода денежных средств (классические маржинальные сделки).

Третий критерий классификации – это ликвидность закладываемых ценных бумаг. В качестве залога брокерами могут быть приняты ликвидные (маржинальные) ценные бумаги (классические маржинальные сделки и маржинальный вывод) и ценные бумаги, которые не входят в маржинальный список (сделки РЕПО).

В соответствии с четвертым критерием (целевое назначение сделок) можно выделить сделки, имеющие целевую (спекулятивную) направленность (классические маржинальные сделки), и сделки нецелевой направленности (удовлетворение любых потребностей клиента) – маржинальный вывод и сделки РЕПО.

Таблица 4

Классификация маржинальных сделок на рынке ценных бумаг

Критерий классификации	Виды маржинальных сделок
Фиксация сроков займа	1. Сделки с фиксированным сроком займа 2. Сделки без фиксированного срока займа
Возможность вывода денежных средств с брокерского счета	1. Сделки с возможным выводом денежных средств с брокерского счета 2. Сделки без вывода денежных средств с брокерского счета
Ликвидность закладываемых ценных бумаг	1. Сделки под ликвидные (маржинальные) ценные бумаги 2. Сделки под немаржинальные ценные бумаги
Целевое назначение сделок	1. Сделки с целевой (спекулятивной) направленностью 2. Сделки с нецелевой направленностью (удовлетворение любых потребностей клиента)
Вид заемных активов	1. Сделки с заемными активами – денежными средствами 2. Сделки с заемными активами – ценными бумагами

Источник: составлено автором.

Пятый критерий – вид заемных активов. В соответствии с данным критерием можно выделить сделки с заемными активами – денежными средствами (классические маржинальные сделки в части длинных маржинальных позиций, маржинальный вывод и сделки РЕПО) и сделки с заемными активами – ценными бумагами (классические маржинальные сделки в части коротких маржинальных позиций).

Предложенная классификация маржинальных сделок учитывает специфические особенности механизмов осуществления данных сделок, отражает существующие между ними взаимосвязи.

По нашему мнению, авторская классификация маржинальных сделок может быть использована брокерами, осуществляющими или планирующими осуществление маржинальных сделок, клиентами брокеров при планировании инвестиционных стратегий на рынке ценных бумаг, а также Банком России как мегарегулятором российского финансового рынка при регулировании деятельности брокеров, осуществляющих маржинальные сделки.

Выводы

1. Классификация маржинальных сделок позволяет структурировать существующие между ними взаимосвязи.

2. Авторская классификация маржинальных сделок уточняет критерии классификации маржинальных сделок и классифицирует их по критериям фиксации сроков займа, возможности вывода денежных средств с брокерского счета, ликвидности заложенных ценных бумаг, целевого назначения сделок и вида заемных средств.

1.3. Тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг

В предыдущих разделах диссертационного исследования мы выявили сущность маржинальных сделок рынка ценных бумаг и предложили их авторскую классификацию. При этом мы отметили, что помимо классических маржинальных сделок все большую популярность на российском рынке ценных бумаг приобретают и другие виды маржинальных сделок – сделки РЕПО и маржинальный вывод с брокерского счета. Таким образом, можно констатировать качественное развитие маржинального сегмента, проявляющееся в росте его разнообразия. На данном этапе исследования необходимо выявить и охарактеризовать и другие тенденции развития маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг. Выводы, полученные в ходе данного исследования, будут использованы нами впоследствии при формулировании авторских рекомендаций в части оценки рисков и регулирования маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг.

Обзор научной литературы, посвященной проблемам выявления и анализа тенденций развития российского рынка ценных бумаг, показал, что среди отмеченных авторами тенденций не рассматриваются тенденции маржинального сегмента рынка⁵⁰. В частности, авторы выделяют такие

⁵⁰ См., например: Асланян, Н.С. Современные тенденции развития фондового рынка России [Текст] / Н.С. Асланян // Академический вестник. – 2012. – № 4. – С. 124-127; Головань, С.И. Особенности функционирования и тенденции развития российского фондового рынка [Текст] / С.И. Головань // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки СКАГС. – 2012. – № 2. – С. 87-91; Валишина, А.М. Российский фондовый рынок. Тенденции развития [Текст] / А.М. Валишина, А.А. Рабцевич // Экономика и социум. – 2013. – № 2. – С. 282-284; Попова, Е.М. Тенденции и проблемы развития регулятивной инфраструктуры фондового рынка России в период модернизации [Текст] / Е.М. Попова, В.А. Шалиско // Финансы, деньги, инвестиции. – 2013. – № 4. – С. 13-19; Семернина, Ю.В. Анализ тенденций развития российского фондового рынка [Текст] / Ю.В. Семернина, А.О. Колесников // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – № 11. – С. 32-43; Федорова, Е.А. Основные тенденции развития фондового рынка РФ [Текст] / Е.А. Федорова // Финансовый менеджмент. – 2013. – № 5. – С. 88-96; Коган, Е.Б. Тенденции развития российского фондового рынка [Текст] / Е.Б. Коган // Управление человеческим потенциалом. – 2014. – № 1. – С. 20-34; Скороход, А.Ю. Тенденции и перспективы развития банковских операций на фондовом рынке [Текст] / А.Ю. Скороход // Финансовые проблемы и пути их решения: теория и практика. Сборник научных трудов 15-й Международной научно-практической конференции. Санкт-Петербургский государственный политехнический университет. – Санкт-Петербург, 2014. – С. 347-349; Власова, Е.В. Тенденции развития инфраструктуры фондового

тенденции развития российского фондового рынка, как автоматизация торговых систем, рост доли нерезидентов в общем объеме сделок, снижение оборотов торгов, перенос центра активности торговли российскими акциями на зарубежные торговые площадки и пр. Тенденции развития отдельных сегментов российского фондового рынка, в том числе и маржинального сегмента, оказались вне поля зрения авторов.

Методологическая составляющая настоящего исследования осложняется тем, что на российском рынке ценных бумаг не ведется статистика маржинальных сделок, поэтому о качественных и количественных характеристиках данного сегмента рынка можно судить по косвенным данным – мнениям экспертов, представителей самих брокерских компаний и регулирующих органов. По этой причине мы обратились к представителям федеральных инвестиционных компаний ЗАО “Финам” и ООО “Брокеркредитсервис”, а также коммерческого банка ПАО “ВТБ-24”, являющегося профессиональным участником российского рынка ценных бумаг. Кроме того, ряд данных, необходимых для выявления и характеристики тенденций развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг, мы почерпнули из диссертационных исследований Д.Г. Чернышкина⁵¹ и Т.А. Поповой⁵².

Полученные данные позволяют нам выявить и охарактеризовать ряд тенденций развития маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

Первая выявленная нами тенденция – *рост доли маржинальных сделок в общем объеме сделок на российском рынке ценных бумаг и снижение чувствительности данной доли к кризисным явлениям на рынке*. В рамках данной тенденции мы проанализируем только классические маржинальные

рынка [Текст] / Е.В. Власова, К.А. Крайнова // Культура и образование: от теории к практике. – 2015. – Т.1. – С. 7-11.

⁵¹ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – 145 с.

⁵² Попова Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – 154 с.

сделки, так как профессиональные участники рынка не раскрывают данные об объемах сделок РЕПО и сделках по маржинальному выводу с брокерских счетов.

Маржинальные сделки получили широкое распространение сразу же после своего появления. Впервые маржинальные сделки начали заключаться на российском рынке ценных бумаг в 1999 году. Уже в 2000 году доля сделок с маржой достигала 10 % от общего оборота с ценными бумагами⁵³. Впоследствии (вплоть до кризиса 2008 года) доля маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг стремительно росла.

К 2008 году (года финансово-экономического кризиса в РФ, сопровождавшегося многократным падением биржевых котировок фондового рынка России) доля маржинальных сделок на организованном рынке ММВБ достигала 20-25 % от общего объема всех сделок⁵⁴. Однако мы полагаем, что реальная доля маржинальных сделок к данному времени была значительно больше. При расчете маржинальных сделок на фондовом рынке не учитываются сделки РЕПО, которые заключались между брокерами и их клиентами для сокрытия истинной величины кредитного рычага. Данный механизм подробно описан в диссертационной работе Чернышкина Д.Г.⁵⁵ Его суть заключается в следующем: для того чтобы обеспечить заем на рынке ценных бумаг, превышающий разрешенный регулятором, профессиональный участник оформляет его не в форме маржинальной сделки, а за счет сделки РЕПО. То есть ценные бумаги, которые клиент купил на собственные средства, закладывались брокеру через сделки РЕПО, а на полученные средства вновь покупались ценные бумаги (этого же или другого эмитента), которые также закладывались в брокерской компании и т.д. В результате распространения данной схемы обхода норм регулятора некоторые участники рынка достигли размера финансового рычага даже

⁵³ <http://old.rcb.ru/archive/articles.asp?id=2224>

⁵⁴ www.expert.ru

⁵⁵ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – С. 48-50

большого, чем используется на рынке производных финансовых инструментов. Клиент брокерской компании получал возможность использовать размер финансового рычага не 1 к 1 (1 к 3 для клиентов с повышенным уровнем риска), а значительно больше. Таким образом, при оценке истинной доли маржинальных сделок к кризисному 2008 году необходимо учитывать и долю классических маржинальных сделок, и долю сделок классического РЕПО, заключаемых на рынке ценных бумаг. Результаты оценки совокупной доли маржинальных сделок представлены в Таблице 5.

Итак, учитывая тот факт, что сделки РЕПО заключаются именно для тех целей, чтобы скрыть истинное значение финансового рычага, есть основания полагать, что до 90 % всего биржевого оборота к началу кризиса 2008 года приходилось на сделки, в которых так или иначе был использован заемный капитал⁵⁶.

Таблица 5

Доля маржинальных сделок и сделок РЕПО в совокупном биржевом обороте российского рынка ценных бумаг в период кризиса 2008 года⁵⁷

Сделки РЕПО с акциями на ММВБ (%)	60
Сделки РЕПО с облигациями на ММВБ (%)	83
Маржинальные сделки с акциями на ММВБ (%)	20-25

В период острой фазы кризиса на российском рынке ценных бумаг в 2008 году доля маржинальных сделок в общем объеме финансовых операций резко снизилась. Ввиду значительной роли маржинальных сделок в создании условий для развития финансового кризиса в России антикризисный штаб, созданный по инициативе ФСФР и под руководством вице-премьера И.С. Шувалова, принял решение о полном запрете заключения на российском рынке ценных бумаг новых сделок РЕПО, новых маржинальных сделок (включая необеспеченные сделки) и замораживании платежей по уже

⁵⁶ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – С. 3.

⁵⁷ Абрамов, А. Кризис российского фондового рынка 2008 года: внешние факторы или внутренние механизмы [Текст] / А. Абрамов // Экономическая политика. – 2008. – № 6. – С. 125-152.

заклученным маржинальным позициям. Тем не менее, некоторые брокерские компании продолжали предоставлять своим клиентам возможность заключать маржинальные сделки на российском рынке ценных бумаг. По оценкам ведущего делового издания России “Эксперт”, доля маржинальных сделок в период острой фазы финансового кризиса упала не до нуля, а до 20-25 %⁵⁸.

Запрет на совершение маржинальных сделок действовал на российском рынке ценных бумаг до середины 2009 года. Однако даже после снятия запрета регулятора брокерские компании не смогли оперативно восполнить пробел в маржинальных сделках, так как риски неисполнения обязательств со стороны контрагентов были все еще велики ввиду нестабильности российского фондового рынка. По этой причине мы полагаем, что доля маржинальных сделок с осени 2008 г и до лета 2009 г. стабилизировалась на уровне 20-25 %.

Возобновление объемов маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг было отмечено лишь во второй половине 2009 года. Уже в 2011 году доля маржинальных сделок вновь выросла до 90 % от общего объема сделок⁵⁹ и в настоящее время продолжает колебаться вокруг данного значения.

Резко ухудшение ситуации на российском финансовом рынке, вызванное повышением ключевой ставки Центральным Банком России 16 декабря 2014 года, оказало на маржинальный сегмент лишь краткосрочное, но чувствительное воздействие. С момента повышения ставки и до конца 2014 года объем маржинальных сделок упал в два раза⁶⁰. Столь существенное сокращение анализируемого показателя связано, во-первых, с резким обострением проблемы ликвидности в конце года, а во-вторых, с опасением риск-менеджмента инвестиционных компаний повторения ситуации 2008

⁵⁸ http://expert.ru/expert/2008/38/matreshki_ubicy/

⁵⁹ Попова Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – С. 3.

⁶⁰ Данные предоставлены ЗАО “Финам”, ООО “Брокеркредитсервис” и ПАО “ВТБ-24”.

года, когда более чем пятикратное снижение котировок российских акций было вызвано в первую очередь закрытием убыточных маржинальных позиций клиентов.

Однако уже в начале 2015 года доля маржинальных сделок в общем объеме сделок на российском рынке ценных бумаг вернулась к уровню лета 2014 года (90 %) ⁶¹.

Обобщение полученных данных о доле классических маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг представлено на Рисунке 6.



Рисунок 6. Динамика доли классических маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг (2000 г. – начало 2015 г.).

На представленном графике видно, что маржинальный сегмент очень чувствителен к общей конъюнктуре рынка ценных бумаг. В период острой фазы финансового кризиса 2008 года доля маржинальных сделок упала с 90 % до 25 % (почти в четыре раза) от общего объема сделок. При этом кризис конца 2014 года, который практически никак не проявился на российском рынке ценных бумаг, оказал меньшее влияние (и более краткосрочное). Очевидно, это связано с тем, что в период последнего кризиса не было

⁶¹ Данные предоставлены ЗАО “Финам”, ООО “Брокеркредитсервис” и ПАО “ВТБ-24”.

отмечено резкого снижения биржевых курсов российских ценных бумаг, как это было в конце 2008г. – начале 2009 г. (см. рисунок 7 и 8 соответственно)⁶².

Следующая выявленная нами тенденция развития маржинального сегмента рынка ценных бумаг России связана с *расширением модификаций и новаций маржинальных сделок*. Новые виды маржинальных сделок, заключаемых на российском рынке ценных бумаг, появились в середине прошлого десятилетия. Первыми разнообразили свою продуктовую линейку в части предоставления займов под залог ценных бумаг и денежных средств такие крупные федеральные инвестиционные компании как ООО “Брокеркредитсервис”, ЗАО “Финам” и ООО “Атон”. В 2005-2006 гг. они вывели на рынок услугу по маргинальному выводу денежных средств с брокерского счета.

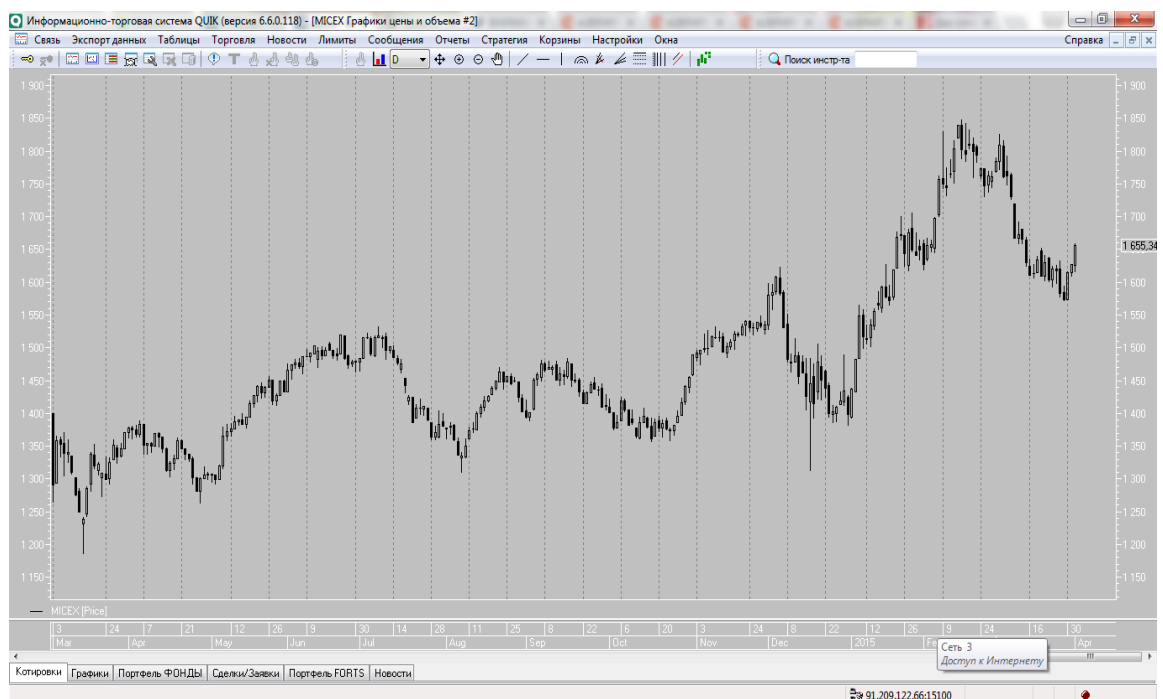


Рисунок 7. Динамика фондового индекса ММВБ в 2014-2015 гг.

Вначале денежные средства в рамках услуги по маргинальному выводу денежных средств с брокерского счета предоставлялись под залог исключительно маржинальных акций и облигаций с фиксацией даты возврата займа, впоследствии список ценных бумаг, используемых в качестве

⁶² Составлено автором по данным www.finam.ru

залога, был значительно расширен, а дата возврата займа перестала фиксироваться в момент заключения сделки.

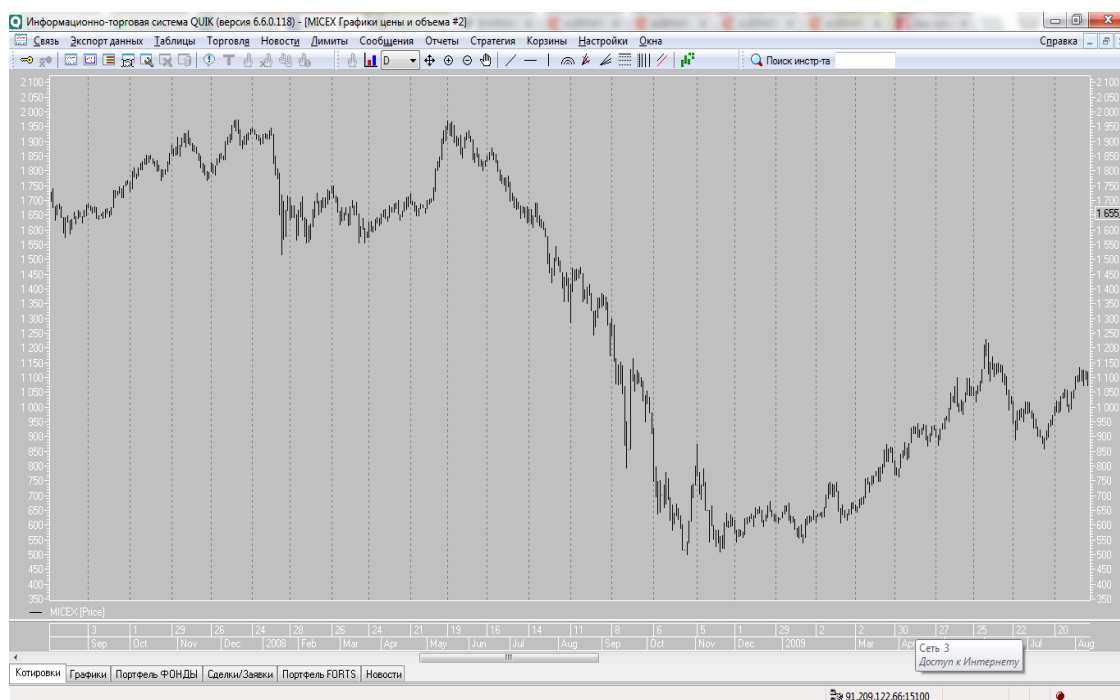


Рисунок 8. Динамика фондового индекса ММВБ в 2008-2009 гг.

В кризисные периоды на российском фондовом рынке наблюдалось резкое снижение темпов роста объема маржинальных сделок и полное приостановление заключения некоторых из них. Ранее мы пришли к выводу о том, что к началу кризиса 2008 года такие виды маржинальных сделок как сделки РЕПО и маржинальный вывод с брокерского счета практически перестали заключаться между клиентами и брокерскими компаниями. Так, например, Саратовский филиал ЗАО «Финам» не заключил ни одной подобной сделки с сентября 2008 г. по июнь 2009 г.⁶³ Банк ПАО «ВТБ-24» возобновил сделки РЕПО и маржинального вывода денежных средств с брокерского счета лишь летом 2009 года⁶⁴.

Возобновление тенденции расширения видов маржинальных сделок (заключение сделок РЕПО и сделок по маржинальному выводу денежных

⁶³ Данные компании ЗАО «Финам» (Саратовский филиал).

⁶⁴ Данные банка ПАО «ВТБ-24» (Саратовский офис).

средств с брокерского счета) было отмечено с лета 2009 года и продолжается по настоящее время. Стоит отметить, что кризисные явления конца 2014 г. – начала 2015 г. не повлияли на снижение объемов выданных займов под залог ценных бумаг⁶⁵.

В 2012-2014 гг. на российском рынке ценных бумаг появились займы под залог ценных бумаг, которые не входят в список маржинальных ценных бумаг Банка России. В частности, подобные займы стали предоставлять банк ПАО “ВТБ-24”, инвестиционные компании ООО “Атон”, ООО “Алор” и ЗАО “Финам”. В инвестиционной компании ООО “Брокеркредитсервис” появилась услуга маржинального вывода под залог низколиквидных ценных бумаг, например – обыкновенных акций “ТНК”.

Мы также можем выделить и такие модификации и новации маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг, как зачисление денежных средств, полученных в результате займа под залог ценных бумаг, на банковскую карту, и заключение маржинальных сделок на внебиржевом рынке.

Рассмотрим данные модификации и новации более детально.

Услуги по выводу денежных средств под залог ценных бумаг появились на российском рынке ценных бумаг в середине прошлого десятилетия. Уже к 2008 году такие компании как ЗАО “Финам” и ООО “Брокеркредитсервис” внедрили в свою организационную структуру кредитные организации (“Финамбанк”, “БКС-банк”), что позволило эмитировать банковские карты и открывать точки выдачи наличных средств (банкоматы). Соответственно, с 2008 года денежные средства, полученные в результате займа под залог ценных бумаг, стали перечисляться на банковскую карту заемщика. Погашение займа происходит также – заемщик пополняет свой банковский счет, с которого в определенную заранее дату списывается сумма займа и накопленные проценты.

⁶⁵ Данные инвестиционной компании ЗАО “Финам” (Саратовский филиал) и коммерческого банка “ВТБ-24” (Саратовский офис).

Займы под залог ценных бумаг на внебиржевом рынке эволюционировали следующим образом. В 2005-2006 гг. такие брокерские компании как ООО “Брокеркредитсервис”, ЗАО “Финам”, ООО “Атон” и пр. внедрили услугу выдачи займов под залог немаржинальных ценных бумаг. Совершение маржинальных сделок под залог ценных бумаг, которые не входят в список регулятора, были запрещены экс-регулятором российского фондового рынка – Федеральной службой по финансовым рынкам, поэтому указанные сделки камуфлировались под сделки РЕПО. Однако на тот момент сделки РЕПО пока еще не позволяли заемщикам осуществлять вывод денежных средств, то есть займы носили строго целевой характер – полученные средства использовались исключительно на покупку ценных бумаг на биржевом или внебиржевом рынке. В настоящее время, как уже было отмечено ранее, брокеры заключают со своими клиентами сделки РЕПО на внебиржевом рынке, в результате которых заемщик получает возможность осуществить вывод денежных средств с брокерского счета. Так как регулируемыми органами не регламентируются параметры сделок РЕПО, то размер финансово-кредитного рычага в этом сегменте значительно превышает максимально разрешенную величину рычага на рынке собственно маржинальных сделок. Некоторые крупные компании предоставляют своим клиентам возможность использовать размер финансово-кредитного рычага 1 к 10⁶⁶.

Следующая тенденция развития маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг – это *увеличение максимальной суммы займов в маржинальных сделках*. Данные ключевых участников маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг показали, что максимально возможная сумма займа по всем видам маржинальных сделок (классические

⁶⁶ Чернышкин Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – С. 59

маржинальные сделки, маржинальный вывод с брокерского счета и сделка РЕПО) с 2008 года выросла в несколько раз⁶⁷.

Распределение максимальных сумм, которые брокеры готовы предоставить в качестве займа своим клиентам в маржинальных сделках, отражено в Таблице 6.

Таблица 6

**Максимальные суммы займов в маржинальных сделках на
российском рынке ценных бумаг, руб.⁶⁸**

Вид маржинальной сделки	Максимальная сумма займа до 2008 г.	Максимальная сумма займа в период 2010-2013 гг.	Максимальная сумма займа в 2015 г.
Собственно маржинальные сделки	100 000 000	100 000 000	Нет ограничений
Маржинальный вывод с брокерского счета	200 000	1 000 000	30 000 000
Сделка РЕПО	200 000	1 000 000	30 000 000

Из представленной таблицы видно, что максимальная сумма займа в маржинальных сделках увеличивается по всему спектру сделок. Особенно стоит отметить классические маржинальные сделки, по которым брокерские компании вовсе сняли ограничение на максимальный размер займа.

Также необходимо отметить резкий рост величины максимального объема займа в сделках РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета. Если до 2008 года максимально возможный заем не превышал 200 000 рублей, то в настоящее время он составляет 30 000 000 рублей. Мы можем объяснить столь существенный количественный скачок тем, что первые подобные сделки появились на российском рынке лишь в 2005-2006 гг., и в первые годы брокеры оценивали потенциальную доходность и риски данного вида маржинальных сделок. Услуга оказывалась

⁶⁷ Данные инвестиционной компании ЗАО «Финам» (Саратовский филиал) и коммерческого банка ПАО «ВТБ-24» (Саратовский офис).

⁶⁸ Составлено автором по данным инвестиционных компаний ЗАО «Финам» (Саратовский филиал), ЗАО «Доходный Дом Инвестора» и коммерческого банка ПАО «ВТБ-24» (Саратовский офис).

скорее в тестовом режиме, чем была нацелена на генерирование денежного потока. По этой причине максимальные суммы займов были ограничены.

Выводы

1. Выделены и охарактеризованы следующие тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг: рост доли маржинальных сделок в общем биржевом обороте, снижение волатильности объемов сделок в зависимости от конъюнктуры рынка, появление новых видов, усложнение структуры и увеличение максимальных объемов в каждой отдельной маржинальной сделке.

Глава 2. Технологии осуществления маржинальных сделок под залог ценных бумаг

2.1. Критерии листинга закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках

В предыдущей теоретической главе диссертационного исследования мы выявили одну из особенностей маржинальных сделок рынка ценных бумаг, которая заключается в особом статусе займодавцев в данного вида сделках. Для предоставления маржинального займа финансово-кредитные организации должны являться профессиональными участниками рынка ценных бумаг и иметь лицензию на осуществление брокерской деятельности.

На данном этапе диссертационной работы необходимо исследовать основные технологии, используемые в деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг при заключении маржинальных сделок. Научные результаты, полученные в ходе настоящего исследования, будут использованы нами при обосновании направлений совершенствования маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

В соответствии с Толковым словарем русского языка “Технология” (от греч. *techné* – искусство, мастерство, умение и греч. *логия* – изучение) представляет собой совокупность методов и инструментов для достижения желаемого результата; способ преобразования данного в необходимое⁶⁹. Применительно к маржинальным сделкам на рынке ценных бумаг можно говорить о технологии как о методе отбора ценных бумаг, принимаемых в качестве залога, ценообразовании услуг и регламентации принудительной продажи ценных бумаг. Так как не все маржинальные сделки предполагают включение в свою структуру залога в форме ценных бумаг, далее при исследовании технологии маржинальных сделок мы будем анализировать

⁶⁹<http://www.vedu.ru/expdic/35101/>

сделки РЕПО и маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета под залог ценных бумаг.

Одной из наиболее актуальных проблем, с которой сталкиваются брокеры, является отбор ценных бумаг, которые могут быть использованы в качестве залога при заключении маржинальных сделок. Успешное решение данной проблемы определяет финансовую эффективность деятельности брокеров.

В настоящее время методика отбора ценных бумаг, принимаемых брокерами в качестве обеспечения по сделкам РЕПО и маржинальному выводу, произвольна и не алгоритмизирована. Управляющие брокерскими организациями принимают решение относительно способности ценных бумаг служить залогом интуитивно, на основе личного опыта. Так, большая часть российских брокеров работает исключительно с акциями, входящими в первый котировальный список на Московской фондовой бирже («голубые фишки»). Однако по причине многочисленных диспропорций российского фондового рынка список голубых фишек не превышает 10-12 ценных бумаг. Таким образом, подавляющее большинство потенциальных заемщиков не имеет возможности воспользоваться услугами маржинального вывода и сделок РЕПО, так как их портфели сформированы из неликвидных ценных бумаг.

С другой стороны, как показал кризис 2008-2009 годов, ряд брокеров сталкивается с существенными рисками в тех случаях, когда в качестве обеспечения принимаются низколиквидные или необращающиеся ценные бумаги. В случае сильного обесценения данных ценных бумаг заемщики отказывались возвращать заем и предпочитали потерять подешевевшие или потерявшие ликвидность ценные бумаги.

Все вышесказанное свидетельствует о необходимости разработки алгоритма отбора ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения в сделках РЕПО и сделках по маржинальному выводу денежных средств, обеспечивающего, с одной стороны, расширение клиентской базы брокеров,

а с другой – снижение рисков их деятельности.

В целях данного исследования под методом отбора ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения в брокерских организациях, мы будем понимать процедуру листинга. По нашему мнению, понятие «листинг ценных бумаг» в деятельности брокерских организаций сходно с аналогичным понятием ранжирования ценных бумаг при их вторичном обращении на фондовых биржах, а также при осуществлении классических маржинальных сделок.

Листинг или ранжирование ценных бумаг – это существующий на рынке процесс упорядочивания ценных бумаг по тем или иным их количественным и качественным характеристикам, имеющим значение для участников рынка, прежде всего, по уровню их рискованности и доходности⁷⁰. Исходя из данного определения, под листингом ценных бумаг при заключении маржинальных сделок мы будем понимать процесс ранжирования ценных бумаг по различным количественным и качественным характеристикам (ликвидность, возможность свободного обращения, форма выпуска и вид закрепляемых прав) в целях снижения рисков брокерской деятельности.

Процедура листинга ценных бумаг, принимаемых брокерами в качестве обеспечения по маржинальным сделкам, позволяет исключить из залоговой массы те ценные бумаги, реализация которых связана с техническими, временными, юридическими и прочими сложностями, что может негативно отразиться на финансовом состоянии брокеров.

В целях алгоритмизации процедуры листинга ценных бумаг брокерами необходимо обратиться к опыту рейтинговых компаний, фондовых бирж и регулирующих органов (Центральный Банк России).

На рынке ценных бумаг насчитывается три варианта ранжирования ценных бумаг в зависимости вида профессиональных участников или регулирующих органов, которые осуществляет это ранжирование:

⁷⁰ Кушнир, И.В. Рынок ценных бумаг [Текст] / И.В. Кушнир. – М.: Юрайт, 2013. – С. 87.

- 1) листинг ценных бумаг, который осуществляют организаторы торговли (фондовые биржи);
- 2) рейтинг ценных бумаг в зависимости от их инвестиционных качеств, который осуществляется рейтинговыми агентствами;
- 3) листинг ценных бумаг, осуществляемый в целях их отбора для заключения маржинальных сделок в брокерско-дилерских компаниях.

Начнем наш анализ с опыта листинга ценных бумаг на фондовых биржах при их вторичном обращении.

В соответствии с п. 2. ст. 11 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» листинг – “это включение ценных бумаг в котировальный список”⁷¹. Котировальный список – это список ценных бумаг, допущенных для торговли профессиональным организатором рынка.

Отнюдь не каждая ценная бумага может служить в качестве предмета биржевой торговли. На фондовом рынке обращаются ценные бумаги наиболее надежных, качественных эмитентов. Каждый организатор торговли предъявляет свои специфические требования к тем ценным бумагам, которые приняты к обращению на бирже. Как правило эти требования касаются истории самого эмитента, его рентабельности, количеству выпущенных ценных бумаг, находящихся у инвесторов. Тот эмитент, чьи ценные бумаги прошли листинг, обязан регулярно отчитываться о своей деятельности, и информировать фондовую биржу обо всех событиях, которые могут повлиять на рыночную цену его ценных бумаг.

Мы можем выделить следующие преимущества процедуры листинга ценных бумаг при их вторичном обращении:

- наличие большего объема информации и рост репутации корпорации в глазах инвесторов. Это связано с тем, что кроме собственной оценки качества ценных бумаг самим инвестором имеется и оценка этих качеств организатором торговли;

⁷¹ О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 11.

- более лучшие условия для получения корпорацией банковских кредитов, что связано с тем, что кредиторы могут сравнить балансовую стоимость активов корпорации с ее биржевой оценкой;

- большая прозрачность рынка; и акционеры, и потенциальные инвесторы могут мониторить сделки, так как рыночная инфраструктура дает детальный отчет о биржевом обращении ценных бумаг, в то время как внебиржевой оборот ценных бумаг освещается гораздо хуже;

- значительно облегчается возможность заложить ценные бумаги в кредитных сделках. Кредиторы обычно более охотно принимают в залог ценные бумаги, обращающиеся на бирже, так как их легче реализовать в случае не выплаты кредита;

- повышенное внимание со стороны действующих и потенциальных инвесторов. Публикация данных о рынке обращающихся акций, прошедших листинг, позволяет инвесторам и финансовым аналитикам составить полное представление об особенностях рыночного «поведения» ценных бумаг, что привлекает к этим ценным бумагам новых инвесторов.

Список ценных бумаг, которые могут быть использованы в классических маржинальных сделках в брокерских компаниях, определяется Банком России. Данный список представлен в Приложении 1.

При составлении списка ценных бумаг, доступных в маржинальных сделках, Банк России регламентирует следующие параметры:

- 1) ценные бумаги, которые могут быть использованы в качестве залога по займам в форме денежных средств;

- 2) ценные бумаги, которые могут быть куплены клиентами брокерских компаний, не имеющих на брокерском счете необходимой суммы, но предоставивших в качестве залога по данным операциям уже имеющиеся в портфеле ценные бумаги;

- 3) дисконт, используемый при оценке суммы залога и суммы займа в денежной форме.

Методика листинга ценных бумаг, применяемая Банком России, направлена на защиту от рисков как инвесторов, так и профессиональных участников фондового рынка. Исходя из данной методики клиентам брокеров в качестве предмета залога и предмета займа остаются доступными лишь наиболее ликвидные голубые фишки, а также акции первого и второго эшелона. Ценовая изменчивость этих ценных бумаг невелика, и заемщики и брокеры избегают риска резкого обесценения стоимости залога.

Однако методика листинга Банка России в том виде, в котором она используется для целей спекулятивной биржевой торговли, не может быть применима при заключении сделок РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета по той причине, что займы, выдаваемые под залог ценных бумаг, носят более долгосрочный характер, чем маржинальная биржевая торговля. Таким образом, существует актуальная проблема листинга ценных бумаг, принимаемых брокерскими организациями в качестве обеспечения в сделках РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Приведенные выше основы процедуры листинга ценных бумаг при их вторичном обращении, а также при заключении классических маржинальных сделок позволяют нам разработать технологию листинга ценных бумаг, которая может быть использована при заключении сделок РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Как было отмечено выше, выдача займов в брокерских организациях возможна под залог различных ценных бумаг, в том числе – долевых и долговых, документарных и бездокументарных, эмиссионных и неэмиссионных. Мы предлагаем рассмотреть проблему листинга ценных бумаг, принимаемых в качестве обеспечения, в зависимости от конкретного вида ценных бумаг.

Предмет займа в брокерских организациях – имущество заемщика (ценные бумаги), объединенное родовыми признаками. Следовательно, предметом договора займа ценных бумаг могут являться только эмиссионные

ценные бумаги. Эмиссионные ценные бумаги – это ценные бумаги, в том числе бездокументарные, которые характеризуются одновременно следующими признаками⁷²:

1) закрепляют совокупность имущественных и неимущественных прав, подлежащих удостоверению, уступке и безусловному осуществлению с соблюдением установленных законодательством формы и порядка;

2) размещаются выпусками;

3) имеют равные объемы и сроки осуществления прав внутри одного выпуска вне зависимости от времени приобретения.

В соответствии со статьей 2 Федерального закона РФ “О рынке ценных бумаг” к эмиссионным ценным бумагам относятся:

1) акции (обыкновенные и привилегированные);

2) корпоративные облигации;

3) муниципальные облигации;

4) государственные облигации;

5) ипотечные сертификаты;

6) ипотечные облигации;

7) сертификаты фондов операций с недвижимостью;

8) инвестиционные сертификаты.

Все остальные ценные бумаги (вексель, чек, коносамент, сберегательные (деPOSITные) сертификаты, инвестиционные паи, ипотечные сертификаты участия и др.) признаются неэмиссионными и, следовательно, не могут служить, в соответствии с нашими предложениями, залогом при заключении сделок РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Мы рекомендуем внести изменения в ст. 2, 28 и 29 Федерального закона РФ “О рынке ценных бумаг”, в соответствии с которыми профессиональные участники рынка ценных бумаг будут лишены возможности выдачи займов под залог неэмиссионных ценных бумаг. Наше предложение будет

⁷² О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22.04.1996 № 39-ФЗ (в редакции от 06.04.2015). Ст. 2.

способствовать снижению рисков брокерских организаций по следующим причинам:

1) процедура ценообразования эмиссионных ценных бумаг намного прозрачнее и, следовательно, брокеры имеют больше шансов вовремя реализовать заложенные ценные бумаги в случае резкого снижения их котировок;

2) надежность эмиссионных ценных бумаг выше, чем неэмиссионных, что означает низкую долю залога, который сложно реализовать на рынке;

3) снижение издержек брокеров на проверку платежеспособности субъектов хозяйственной деятельности, выпустивших неэмиссионные ценные бумаги;

4) эмиссионные ценные бумаги имеют признанную рыночную котировку на одной из национальных фондовых бирж. Это означает, что брокер имеет возможность выгодно и оперативно реализовать заложенные ценные бумаги.

Следующее разделение ценных бумаг, в соответствии с которым мы предлагаем классифицировать ценные бумаги, прошедшие листинг у брокеров при заключении сделок РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета – долевые и долговые ценные бумаги.

Долевая ценная бумага закрепляет права владельца на часть имущества предприятия при его ликвидации, подтверждает участие владельца в формировании уставного капитала, дает право на получение части прибыли и на участие в управлении предприятием. К долевым ценным бумагам относятся акции, сертификаты акций, инвестиционные паи. Очевидно, что не все долевые ценные бумаги могут служить в качестве обеспечения по займам в брокерских организациях, а лишь те из них, которые являются эмиссионными – акции (обыкновенные и привилегированные). При этом мы сознательно не выносим в отдельную категорию низколиквидные акции, так как показатель ликвидности влияет, по нашему мнению, лишь на

коэффициент дисконтирования ценной бумаги при ее залоге у брокеров. Более детально данная проблема будет исследована нами в следующем параграфе диссертационной работы.

Долговая ценная бумага отражает отношения займа между ее владельцем и эмитентом, который обязуется ее выкупить в установленный срок и выплатить определенный процент. Наиболее распространенным видом долговых ценных бумаг являются облигации, а также векселя (вексель не является эмиссионной ценной бумагой и, следовательно, не может использоваться в качестве залога у брокеров).

Использовать долговые ценные бумаги сложнее по причине того, что большинство их является срочными ценными бумагами. Это означает, что срок погашения такой бумаги может находиться во временном периоде, когда данная ценная бумага заложена у брокера. В этой связи целесообразно исключить из списка ценных бумаги, принимаемых в обеспечение, те долговые бумаги, которые погашаются до срока окончания займа. Так, например, если участник маржинальной сделки закладывает облигации по займу, срок которого наступает через один месяц, то дата погашения облигаций должна отстоять от данного срока не менее, чем еще на 30 дней, которые необходимы брокеру для переоформления залога на себя.

Следующий критерий – возможность свободного обращения. По этому критерию ценные бумаги подразделяются на следующие виды:

– обращающиеся ценные бумаги, которые могут свободно покупаться и продаваться без каких-либо ограничений;

– необрацающиеся ценные бумаги, которые имеют только первичный рынок, т.е. ценные бумаги продаются эмитентом, а инвесторы, их купившие, не имеют права перепродажи этих ценных бумаг третьим лицам.

В соответствии с Гражданским кодексом РФ на российском фондовом рынке “допущены к обращению следующие виды ценных бумаг:

1. государственные облигации;
2. облигации;

3. вексель;
4. чек – документ, содержащий безусловный приказ владельца текущего счета банку о выплате указанной в чеке суммы определенному лицу (именной чек) или предъявителю (предъявительский чек);
5. депозитные сертификаты;
6. сберегательные сертификаты;
7. банковская сберегательная книжка на предъявителя;
8. коносамент – ценная бумага, которая выражает право собственности на конкретный указанный в ней товар. Коносамент представляет собой товарораспорядительный документ, держатель которого получает право распоряжаться грузом;
9. акции;
10. приватизационные ценные бумаги;
11. другие ценные бумаги, которые Федеральным законом РФ «О рынке ценных бумаг» могут быть отнесены к числу ценных бумаг⁷³.

Некоторые из приведенного списка ценные бумаги не относятся к эмиссионным и, следовательно, не могут служить залогом в сделках РЕПО и маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Что касается необращающихся ценных бумаг, то особенность их использования заключается в отсутствии прозрачного ценообразования. Цена необращающейся ценной бумаги определяется либо оценщиком, либо методом чистых активов. Из этого следует, что использование необращающихся ценных бумаг в качестве залога в сделках РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета затруднено в связи со сложностями, возникающими при объективной оценке данного вида ценных бумаг.

Итак, этапизация отбора (листинга) ценных бумаг в сделках РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского счета выглядит

⁷³ Гражданский кодекс Российской Федерации (часть первая): Федеральный закон РФ от 30.11.1994 № 51-ФЗ (в редакции от 05.05.2014 и с изм. и доп., вступ. в силу с 01.09.2014).

следующим образом. Первый критерий листинга (способ выпуска ценных бумаг) позволяет исключить из списка неэмиссионные ценные бумаги. В соответствии со вторым критерием (вид закрепляемых прав) из списка ценных бумаг исключаются долговые инструменты, срок погашения которых превышает срок займа. Третий критерий (способ обращения) накладывает запрет на использование в качестве обеспечения в сделках РЕПО и при маргинальном выводе необращающихся ценных бумаг.

Наглядно критерии листинга ценных бумаг при осуществлении сделок РЕПО и маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета представлены в таблице 7.

Таблица 7

Критерии листинга ценных бумаг при осуществлении сделок РЕПО и маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета

Критерии листинга закладываемых ценных бумаг	Ценные бумаги, принимаемые в качестве обеспечения
1. Способ выпуска ценных бумаг	Только эмиссионные ценные бумаги
2. Вид прав, закрепляемых ценной бумагой	Только долговые ценные бумаги, срок обращения которых не превышает срок займа
3. Способ обращения ценной бумаги	Только обращающиеся ценные бумаги

Мы считаем, что наше предложение исключить из списка ценных бумаг, принимаемых брокерскими организациями в качестве обеспечения, неэмиссионные, долговые и необращающиеся ценные бумаги приведет к значительному снижению субъективной составляющей в процессах по принятию решений в брокерских компаниях, расширению клиентской базы, большей системности в работе, снижению доли невыкупленных ценных бумаг. Все это, как мы считаем, должно сказаться на снижении рисков сделок РЕПО и маргинального вывода денежных средств с брокерского счета.

Выводы

- 1. Листинг ценных бумаг при заключении маргинальных сделок –*

это процесс ранжирования ценных бумаг по различным количественным и качественным характеристикам (ликвидность, возможность свободного обращения, форма выпуска и вид закрепляемых прав) в целях снижения рисков брокерской деятельности.

2. *Авторская методика листинга ценных бумаг в сделках РЕПО и в сделках по маржинальному выводу денежных средств с брокерского счета предполагает исключение из списка закладываемых ценных бумаг неэмиссионных ценных бумаг и долговых ценных бумаг, срок погашения которых превышает срок займа, а также накладывает запрет на использование в качестве обеспечения необращающихся ценных бумаг.*

2.2. Методика расчета коэффициента дисконта закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках

Финансово-экономический кризис 2008-2009 гг. показал, что займы даже под залог самых ликвидных ценных бумаг – ОАО “Газпром”, ОАО “Лукойл”, ОАО “Сбербанк” и пр. в период повышенной волатильности оборачиваются убытками для брокеров, которые не успевают реализовать заложенные ценные бумаги по цене, обеспечивающей безубыточность их деятельности. В этой связи особую актуальность приобретают проблемы эффективной оценки заложенных ценных бумаг в денежном эквиваленте.

Эффективная оценка предполагает компромисс между заемщиком и брокером. Если оценка ценных бумаг будет занижена, заемщик может отказаться от сделки. Если же оценка будет наоборот, завышена, это увеличивает риски брокера.

Проблема эффективной оценки заложенных ценных бумаг может быть редуцирована к выбору ставки дисконтирования, в соответствии с которой корректируется рыночная стоимость портфеля ценных бумаг.

При определении наиболее оптимальной ставки дисконтирования в сделках РЕПО и при маржинальном выводе денежных средств с брокерского

счета целесообразно обратиться к опыту регулирования классических маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

Минимальное отношение величины собственного капитала клиента к величине всего используемого в маржинальной сделке капитала, рассчитанное в процентах, называется начальным (исходным) уровнем маржи. Данный показатель, начальный уровень, регулируется Банком России и служит защитой от того, чтобы клиенты брокеров не занимали слишком большие объемы денежных средств.

Начальный уровень маржи по открытым длинным позициям рассчитывается следующим образом:

$$Ml(O) = (Ar-Rs)/A*100\%, \quad (1)$$

где $Ml(O)$ – начальный уровень маржи (возникший в результате открытия длинной позиции);

Ar – величина активов заемщика по их текущей рыночной стоимости;

Rs – размер средств, занятых у брокера.

Начальный уровень маржи, возникший при открытии короткой позиции, рассчитывается по следующей формуле:

$$Ms(O) = (X-X1)/X1*100\%, \quad (2)$$

где $Ms(O)$ – начальный уровень маржи, возникший в результате открытия короткой позиции;

X – рыночная оценка ценных бумаг, взятых в займы у брокера по их первоначальной стоимости;

$X1$ – текущая рыночная стоимость ценных бумаг, взятых в займы у брокера.

Исходя из данных формул видно, что расчет уровня маржи по длинным и коротким позициям различается. Так, при открытии длинной позиции в

качестве знаменателя выступает величина активов, оцененная по текущей рыночной (биржевой) стоимости. При открытии короткой позиции в расчет принимается рыночная стоимость ценных бумаг, взятых в займы у брокера.

Для осуществления контроля за рыночной стоимостью обеспечения по обязательствам заемщика перед брокером, ценные бумаги, которые используются как обеспечение, подлежат постоянной переоценке. Рыночная стоимость ценных бумаг определяется как цена последней на момент расчета уровня маржи сделки данных ценных бумаг, которая была зафиксирована в системе организатора торговли (на фондовой бирже), участником торгов в которой является брокер. Очевидно, что ценные бумаги, которые составляют обеспечение, оцениваются брокерско-дилерской компанией с дисконтом (скидкой).

Оценка обеспечения осуществляется по следующей формуле:

$$O = (S + K) \times (1 - \text{скидка} / 100\%), \quad (3)$$

где O – величина обеспечения (рассчитывается в рублях);

S – денежные средства клиента, находящиеся в распоряжении брокера;

K – стоимость ликвидных ценных бумаг клиента, находящихся в распоряжении брокера.

В целях управления рисками брокерская компания должна рассчитывать величину обеспечения в отношении клиента в следующих случаях:

- 1) каждый раз при заключении сделки в интересах данного клиента;
- 2) через час после открытия торговой сессии;
- 3) в том случае, когда произошло существенное (более 2 процентов) отклонение рыночной цены ценной бумаги, которая является обеспечением, от цены последней;
- 4) в момент завершения клиринга по биржевым сделкам, которые были заключены на торгах в интересах того клиента, в отношении которого производится оценка обеспечения;

5) при совершении различных операций с денежными средствами и/или ценными бумагами, которые (операции) приводят к изменению остатка по счетам клиента.

Несмотря на то, что описанные выше элементы технологии управления рисками при заключении классических маржинальных сделок успешно действуют на российском рынке ценных бумаг уже в течение нескольких лет, мы не можем в полной мере использовать данную модель в целях регулирования коэффициента дисконтирования в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета в силу специфики данных займов (более длинные сроки, вывод средств наличными, более высокие материальные и временные расходы на перерегистрацию ценных бумаг и реализацию заложенного имущества).

В целях исследования действующей практики использования коэффициентов дисконтирования мы обратились к опыту российских брокерских компаний (федеральных и региональных инвестиционных компаний, и банков-профессиональных участников рынка ценных бумаг). Результаты обобщения их практики представлены в таблице 8.

Из представленной таблицы видно, что коэффициент дисконтирования рыночной стоимости ценных бумаг, закладываемых в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств, зависит, прежде всего, от ликвидности портфеля ценных бумаг. Ликвидные ценные бумаги дисконтируются с коэффициентом от 30 до 50 %, неликвидные – от 50 до 80 %.

Используя опыт российских профессиональных участников рынка ценных бумаг, мы предлагаем дифференцировать коэффициент дисконтирования не только по степени ликвидности, но и по таким показателям, как срок займа и волатильность портфеля закладываемых ценных бумаг.

Срок займа ценными бумагами – это период пользования денежными средствами брокерской организации. Полный срок займа начинается с

первого дня использования и до окончательного погашения всей суммы займа.

Таблица 8

**Условия предоставления займов под залог ценных бумаг
(сделка РЕПО и маржинальный вывод денежных средств с
брокерского счета) в российских брокерских организациях**

Название брокерской организации	Срок кредита, мес.	Ставка кредита, % годовых	Коэффициент дисконтирования ликвидных ценных бумаг, %	Коэффициент дисконтирования неликвидных ценных бумаг, %
Банк ПАО «ВТБ-24»	1-3	25-30	40	50
Федеральная инвестиционная компания (ЗАО «Финам», ООО «Брокеркредитсервис», ООО «Атон»)	18	20-25	50	60
Региональная инвестиционная компания (ЗАО «Джи Ай Ди Инвест», ЗАО «Доходный Дом Инвестора»)	3	25-40	30	80

Источник: составлено автором на основе данных анализируемых компаний.

В договоре о займе понятие «срок» может использоваться в разных значениях.

Во-первых, есть понятие "полный срок". Под ним подразумевают время от начала использования займа до полного погашения. Этот срок можно разбить на три отрезка: период использования, льготный период и период погашения.

Периодом использования считается срок от начала пользования займом до наступления льготного периода. Началом пользования займом может считаться: списание денежных средств со счёта займодавца, зачисление средств на счёт заёмщика или выдача наличных средств заемщику.

Льготный период начинается после получения денежных средств и продолжается до начала погашения займа. В течение этого срока могут выплачиваться только проценты.

Период погашения – это весь срок, в течение которого выплачивается основной долг по займу.

Во-вторых, в договоре о займе существует понятие "срок действия договора". Этот срок начинается с конкретной даты подписания договора и длится до конкретной даты с учётом выполнения заёмщиком всех обязательств. В договоре указывается срок получения заёмщиком средств, а также срок возврата.

Мы предлагаем внедрить дифференциацию коэффициента дисконтирования в зависимости от срока займа ввиду наличия связи между данными показателями – чем больше срок займа, тем ниже процентная ставка по нему.

Во-первых, краткосрочные займы подразумевают более высокие кредитные риски со стороны финансовых организаций, а потому последние вынуждены компенсировать возможные потери за счет повышения процентных ставок.

Во-вторых, при краткосрочном заимствовании займодавцы вынуждены повышать процентные ставки для получения максимальной прибыли от выдачи заемных средств на короткий срок, а при долгосрочном прибыль достигается не за счет размера процентной ставки, а за счет количества совершенных заемщиком выплат. Если бы ставка была одинаково низкой, то, выдавая краткосрочные займы, займодавцы недополучали бы прибыль. И, наоборот, если бы ставка была одинаково высокой, то в случае долгосрочного заимствования переплата была бы чрезмерной, и заемщики просто-напросто не смогли бы погасить заем с высокой переплатой.

Для доказательства данного тезиса мы обратились к анализу ставок по обеспеченным кредитам в российских коммерческих банках. В качестве вида кредита мы выбрали автокредит, как наиболее близкий по количественным и качественным характеристикам к сделкам РЕПО и маржинальному выводу денежных средств с брокерского счета (похожие сроки кредитования и высокая ликвидность заложенного имущества). Так, более долгосрочные

автокредиты в банке ПАО «ВТБ-24» (до 7 лет) обходятся заемщику в 19,9 % годовых, а кредиты сроком до 5 лет – на два процента дороже (21,9 % годовых)⁷⁴.

Далее рассмотрим методику дифференциации коэффициента дисконтирования по показателю волатильности.

Показатель волатильности характеризует степень ценовой изменчивости ценной бумаги и рассчитывается как разность между максимальной и минимальной ценой сделок с данной ценной бумагой за определенный торговый период (одна торговая сессия, неделя, месяц, год и пр.). Показатель волатильности рассчитывается по следующей формуле:

$$V = (P(\max)/P(\min)-1)*100\%, \quad (4)$$

где V – показатель волатильности;

$P(\max)$ – максимальная рыночная цена за определенный период времени;

$P(\min)$ – минимальная рыночная цена за тот же период времени.

Показатель волатильности рассчитывается в процентах, именно поэтому в указанной формуле итоговый результат умножается на 100 %.

Итоговое значение показателя волатильности, рассчитанное по приведенной выше формуле, означает потенциал отклонения рыночной цены данного финансового инструмента от текущего значения.

Ценные бумаги с более высокой ценовой изменчивостью имеют более высокий показатель волатильности. На практике высокое значение данного показателя означает повышенный риск инвестиций в данную ценную бумагу – инвестор, купивший ее, рискует потерять свои средства (при благоприятном исходе – наоборот, увеличить стоимость портфеля) пропорционально показателю волатильности.

⁷⁴

<http://www.vtb24.ru/personal/loans/auto/base/autostandard/Pages/default.aspx?geo=spb>

При заключении сделок РЕПО, а также при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета показатель волатильности может служить основанием для расчета коэффициента дисконтирования ценных бумаг, закладываемых заемщиками. Например, если показатель среднегодовой волатильности ценной бумаги А равен 40 %, это означает, что в течение года рыночная стоимость данной ценной бумаги может как вырасти (благоприятное событие для брокерской организации), так и снизиться (неблагоприятное событие) на 40 %. Таким образом, минимальный коэффициент дисконтирования ценной бумаги А, закладываемой при заключении сделки РЕПО или при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета, должен составлять 40 %.

Однако, использования одного лишь показателя волатильности в целях моделирования оптимального коэффициента дисконтирования ценных бумаг, закладываемых в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета, недостаточно. Для того, чтобы оценить максимальные риски брокерских организаций при реализации заложенных ценных бумаг, рассмотрим самый негативный сценарий – пусть рыночная стоимость ценной бумаги А снизилась на 40 % до истечения срока возврата займа. При невозможности со стороны клиента вернуть денежные средства брокерская организация вынуждена реализовать заложенные ценные бумаги на рынке по цене, соответствующей сумме полученного займа (сумма займа равна рыночной стоимости заложенных ценных бумаг, дисконтированной на 40 %, плюс проценты за пользование займом). Однако в том случае, если заложенные ценные бумаги не являются ликвидными, брокерская организация понесет дополнительные убытки. Таким образом, при расчете коэффициента дисконтирования помимо показателя волатильности необходимо учитывать и такую характеристику ценных бумаг как ликвидность.

Наш опрос брокерских компаний и банков, чьи филиалы представлены в Саратовской области (ООО “Брокеркредитсервис”, ЗАО “Финам”, ПАО

«ВТБ-24, ЗАО “Доходный Дом Инвестора”, ЗАО “Джи Ай Ди Инвест”, ООО “Алор”, ООО “Атон”) показал, что при оценке ликвидности ценных бумаг используется классификация регулятора. Другими словами, к группе ликвидных ценных бумаг (с более льготным коэффициентом дисконтирования) относятся ценные бумаги, входящие в список маргинальных ценных бумаг (регламентируется регулятором). При этом, однако, не учитывается тот факт, что в кризисные периоды (то есть в периоды наибольшей плотности реализации заложенных ценных бумаг) ликвидность резко снижается. То есть увеличиваются спрэды между ценами покупки и продажи ценных бумаг и сокращаются объемы сделок.

В целях минимизации потерь брокерских организаций в результате низкой ликвидности реализуемых ценных бумаг мы предлагаем скорректировать ставку дисконтирования на коэффициент, отражающий низкую ликвидность заложенного портфеля ценных бумаг. Показатель ликвидности в целях данного исследования отражает, прежде всего, возможность реализовать необходимый объем ценных бумаг по рыночной цене. Если покупателей на рынке недостаточно, то продажа ценных бумаг осуществляется по цене ниже рыночной. Таким образом, показатель ликвидности отражает величину спрэда (разница между ценой покупки и продажи ценной бумаги), а также объемы сделок. Ввиду того, что оценить спрэды, которые наблюдались в прошлые периоды времени, не представляется возможным (статистика по подобным показателям в России не ведется), мы предлагаем оценивать показатель волатильность косвенно – через оценку объема торгов ценными бумагами. Чем выше объем торгов, тем больше на данном рынке присутствует покупателей и продавцов и, следовательно, тем больше вероятность реализовать заложенные ценные бумаги по рыночной цене.

Мы предлагаем следующую методику определения влияния показателя ликвидности на коэффициент дисконтирования ценных бумаг, закладываемых в брокерских организациях. В зависимости от объема торгов

все ценные бумаги, обращающиеся на организованном рынке, необходимо разделить на несколько групп. Градация ценных бумаг в зависимости от объемов торгов представлена в Приложении 2.

В первую группу попадают самые ликвидные ценные бумаги, так называемые “голубые фишки”. Высокий объем торгов по данной категории ценных бумаг не генерирует риски для брокеров и, следовательно, никак не влияет на коэффициент дисконтирования.

Во вторую группу входят ценные бумаги, объем торгов по которым на 10 % ниже, чем по “голубым фишкам”. Учитывая более низкий объем торгов, мы предлагаем увеличить коэффициент дисконтирования данного портфеля ценных бумаг на поправочный коэффициент 1,1 (данное значение поправочного коэффициента компенсирует относительно низкий объем торгов (на 10 %) ценных бумаг второй группы).

В третью группу входят ценные бумаг, объем торгов по которым на 10 % ниже, чем по бумагам из второй группы. Следовательно, при залоге данных финансовых инструментов коэффициент дисконтирования увеличивается на поправочный коэффициент 1,2.

Таким образом, итоговый коэффициент дисконтирования рассчитывается по следующей формуле:

$$K_{\text{диск.}} = V * L + D, \quad (5)$$

где V – показатель волатильности;

L – показатель ликвидности;

D – проценты за пользование займом в течение всего срока действия договора займа.

Рассмотрим конкретный пример применения авторской методики определения коэффициента дисконтирования по ценным бумагам, закладываемым в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств.

Предположим, что клиент брокерской организации желает получить заем в денежной форме на срок 6 месяцев под залог портфеля ценных бумаг ОАО “Ростелеком”, рыночная стоимость которого в момент оформления займа составляет 1 миллион рублей. График динамики рыночной цены обыкновенных акций ОАО “Ростелеком” за период 6 месяцев 2013 года представлен на Рисунке 9.

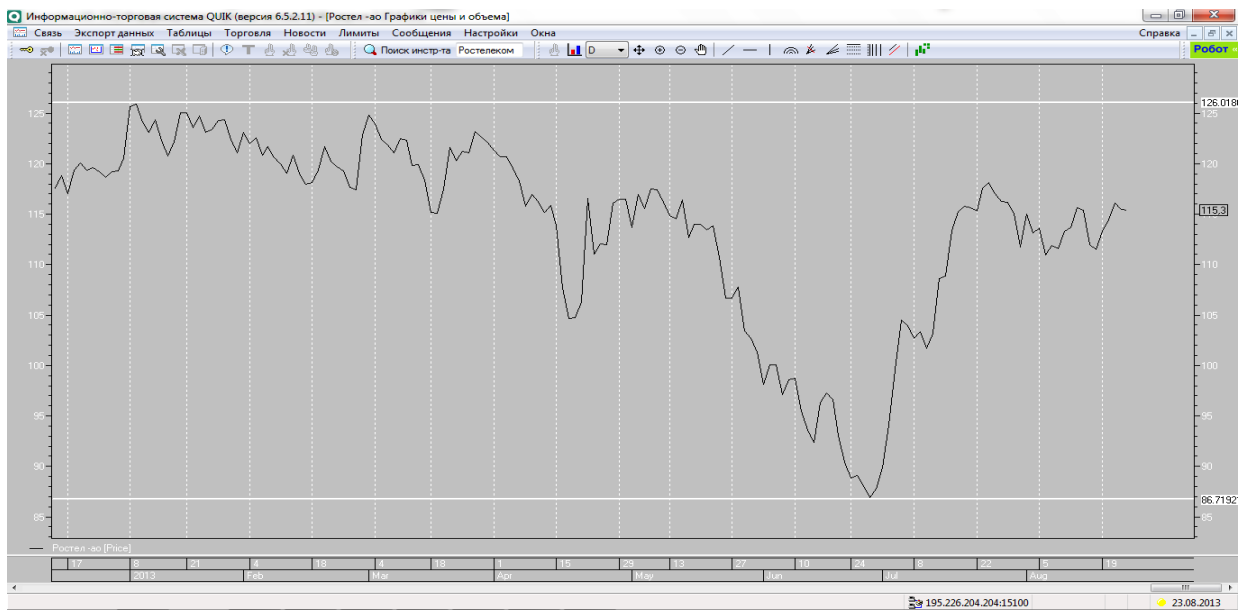


Рисунок 9. Динамика рыночной стоимости обыкновенных акций ОАО “Ростелеком” за 6 месяцев 2013 года

На представленном рисунке видно, что максимальная рыночная цена обыкновенных акций ОАО “Ростелеком” за период 6 месяцев 2013 года составила 126 рублей. Минимальная цена за этот же период времени – 87 рублей. Таким образом, показатель волатильности равен:

$$V = (126/87-1)*100\% = 44,8 \%$$

Итак, мы имеем базовый показатель (показатель волатильности), который необходимо скорректировать в соответствии с авторской методикой в целях получения коэффициента дисконтирования портфеля ценных бумаг,

закладываемых в сделке РЕПО или при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Первый коэффициент, корректирующий показатель ликвидности в соответствии с предложенный выше методикой, отражает ликвидность ценных бумаг. Следовательно, нам необходимо оценить степень ликвидности обыкновенных акций ОАО «Ростелеком».

В рейтинге объемов торгов на Московской фондовой бирже данные ценные бумаги входят во вторую группу, что в соответствии с авторской методикой означает увеличение коэффициента дисконтирования на 10 %. Таким образом, мы получили второе значение в вышеприведенной формуле оценки коэффициента дисконтирования. Далее в искомое значение коэффициента необходимо заложить расходы на предоставление займа.

Пусть в нашем примере процентная ставка за пользование займом составляет 20 % годовых, что соответствует увеличению коэффициента дисконтирования по займу, выданному сроком на полгода, еще на 10 %.

Подставив полученные значения в предложенную выше формулу, мы получаем следующее значение коэффициента дисконтирования:

$$K=44,8*1,1+10\%=54,2 \%$$

Таким образом, в рассматриваемом примере ставка дисконтирования портфеля, состоящего из обыкновенных акций ОАО «Ростелеком», закладываемого по займу сроком на 6 месяцев, составляет 54,2 %. Это означает, что текущая рыночная цена должны быть дисконтирована на 54,2 %. Полученная стоимость портфеля ценных бумаг и есть максимальный размер займа, на который может рассчитывать клиент при заключении сделки РЕПО или маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Сравним, используя данные, представленные в Приложении 2, ставки дисконтирования ценных бумаг, полученные в результате применения

авторской методики, и те, что используются в деятельности брокеров в настоящее время. Как видно из Приложения 2, коэффициент дисконтирования обыкновенных акций ОАО «Ростелеком» (группа ликвидных ценных бумаг) колеблется от 30 до 50 % в зависимости от типа брокерской компании, что ниже полученного в результате использования авторской методики значения. Это означает, что при заключении сделок РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств брокерские компании используют заниженный коэффициент дисконтирования, что генерирует дополнительные для них риски.

Расчеты по авторской методике коэффициентов дисконтирования для голубых фишек, обращающихся на российском рынке ценных бумаг, представлены в Приложении 3.

Выводы

1. Коэффициент дисконтирования ценных бумаг, используемых в качестве залога при заключении сделок РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета, влияет на итоговый показатель финансовой результативности деятельности брокеров.

2. При расчете оптимального коэффициента дисконтирования ценных бумаг, используемых в качестве залога при заключении сделок РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета, необходимо учитывать такие факторы, как ликвидность и волатильность ценной бумаги, а также срок займа.

3. Предложенная методика определения коэффициента дисконтирования позволяет снизить риски брокерских компаний при заключении маргинальных сделок, а также расширить клиентскую базу за счет использования в качестве залога не только высоколиквидных ценных бумаг.

2.3. Регламент принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках

В предыдущих параграфах диссертационной работы мы сформулировали авторские рекомендации по совершенствованию листинга закладываемых ценных бумаг, а также разработали методику определения коэффициента дисконтирования портфеля ценных бумаг при заключении сделок РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета. Следующим элементом технологии деятельности брокерских организаций, специализирующихся на выдаче займов под залог ценных бумаг, является формализация процедуры принудительной продажи залога.

Заемщик в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета обязан выкупить заложенные ценные бумаги в течение установленного договором срока, полностью выплатив сумму займа и начисленные проценты. Однако не все указанные сделки заканчиваются обратным выкупом ценных бумаг и выплатой суммы займа и процентов по нему.

Во-первых, нельзя исключить случаи, когда заемщик не имеет возможности возратить заем. По истечении сроков, обозначенных в договоре, право собственности переходит к брокеру. В случае непогашения займа ценные бумаги реализуются брокером на открытом рынке, а из вырученных средств он компенсирует свои затраты.

Во-вторых, брокеры могут инициировать процедуру принудительной продажи заложенных ценных бумаг в случае снижения их биржевого курса до обозначенного в договоре ценового уровня. Дальнейшее снижение рыночной стоимости ценных бумаг может привести к тому, что вырученная от продажи сумма не полностью покроет объем выданной ссуды и издержки брокеров.

Как в первом, так и во втором случае повышенная волатильность на рынке ценных бумаг может привести к тому, что рыночный курс ценных

бумаг может опуститься до уровня, который не обеспечит брокеру возврат в полном объеме выданных в качестве займа денежных средств и расходов на его обслуживание. Особенно риск потерь из-за повышенной волатильности актуален в кризисный период, когда снижение рыночного курса ценных бумаг происходит скачкообразно и открытие торговой сессии на фондовой бирже происходит с ценовым разрывом. Так, например, 3 марта 2014 года из-за обострения геополитической ситуации в мире торги на российском рынке ценных бумаг открылись с ценовым разрывом (рисунок 10).

На дневном графике, отражающем динамику индекса ММВБ, видно, что торги открылись с ценовым разрывом с 1 428 до 1 398 пунктов (более 2 %). При этом в течение дневной торговой сессии фондовый индекс упал до отметки 1 261 пункт, что соответствует снижению на 12 %. Таким образом, за один торговый день стоимость заложенных у брокеров ценных бумаг снизилась бы на 12 %. Если бы дата реализации заложенных ценных бумаг пришлась на анализируемый день, то брокеры выручили бы на 12 % меньше средств от продажи ценных бумаг, чем днем ранее.

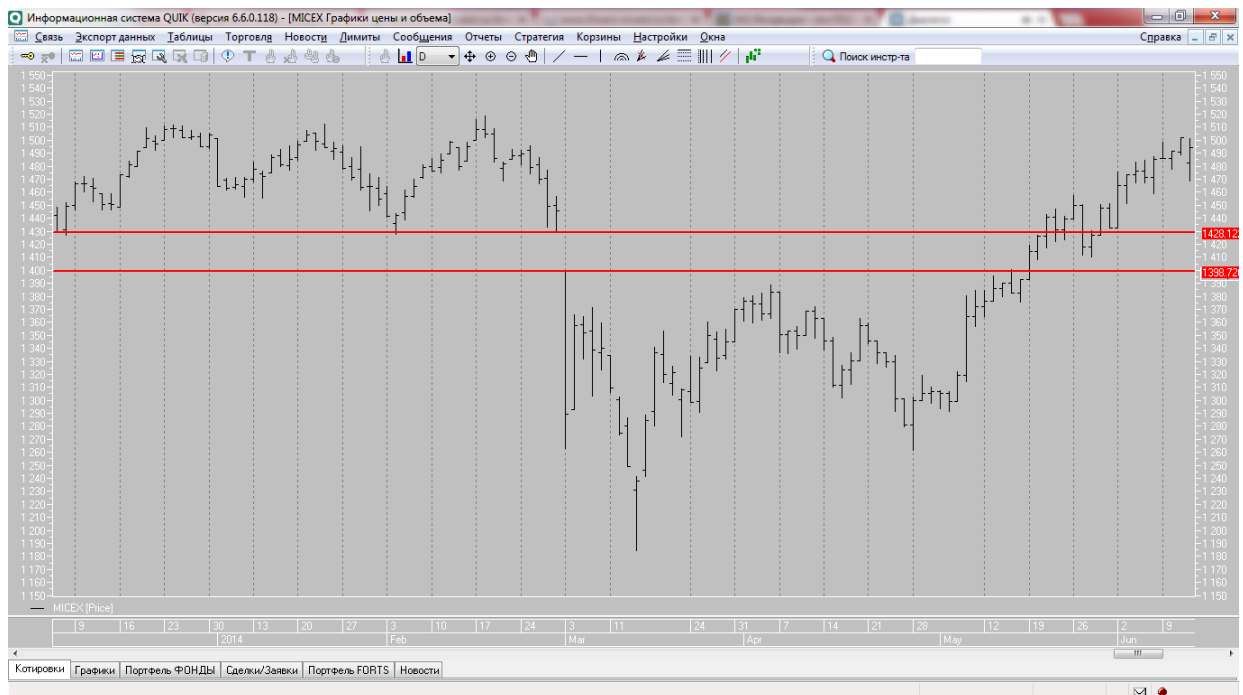


Рисунок 10. Ценовой разрыв на графике индекса ММВБ 3 марта 2014 года

Кроме того, финансовые потери брокеров могут происходить по причине высокой доли субъективной составляющей в действиях их сотрудников. Например, прогнозируя рост курсовой стоимости ценных бумаг, сотрудники брокерских организаций могут занять выжидательную позицию и отказаться от реализации заложенных активов по текущим ценам. При этом продолжение негативной динамики приведет к тому, что вырученные от продажи по низкой стоимости финансовые средства в итоге все же не покроют расходы брокеров.

Помимо описанных выше обстоятельств потери брокеров могут возникнуть и по причине отсутствия эффективного канала обмена информацией между их структурными подразделениями, ответственными за принятие решений о вынужденной реализации ценных бумаг и за выполнение данных решений.

Мы проанализировали организационную структуру крупнейших российских профессиональных участников рынка ценных бумаг федерального уровня (ЗАО «Финам»⁷⁵, ООО «Брокеркредитсервис»⁷⁶, ООО «Атон»⁷⁷) и одной региональной компании, предоставляющей займы под залог ценных бумаг (ООО «Доходный Дом Инвестора»⁷⁸). В результате анализа мы пришли к выводу, что организационная структура инвестиционных компаний, оказывающих услуги по выдаче займов под залог ценных бумаг, включает в себя следующие подразделения: административное (далее – Администрация), кредитное (далее – Кредитный департамент), учетное (далее – Департамент бухгалтерского учета), подразделение по работе с ценными бумагами (далее – Департамент по работе с ценными бумагами) и подразделение по управлению рисками (далее – Департамент по управлению рисками).

⁷⁵ www.finam.ru

⁷⁶ www.bcs.ru

⁷⁷ www.aton.ru

⁷⁸ www.ddinvest.ru

Отсутствие эффективного канала обмена информацией между указанными структурными подразделениями может привести к утрате или искажению потока информации от фондовой биржи, например о временных приостановках торгов, запретах на продажу ценных бумаг, изменениях в режимах торговли, снижении инвестиционного рейтинга заложенных ценных бумаг и пр.

Анализ регламентов обслуживания клиентов в брокерских организациях выявил отсутствие наличия детальной и прозрачной процедуры принудительной продажи ценных бумаг, служащих обеспечением по займам. Так, коммерческий банк ПАО «ВТБ-24» предоставляет возможность вывода на клиентский счет денежных средств под обеспечение имеющихся у клиента акций, входящих в список принимаемых банком в обеспечение, в том числе акций самого банка⁷⁹. При этом в разделе «Основные понятия маржинального кредитования», содержащемся на официальном сайте холдинга, упоминается возможность принудительной продажи заложенных ценных бумаг и возможные негативные последствия для заемщика: «При достижении значения уровня маржи 35% брокер информирует клиента о том, что «запас прочности» его обеспечения снижается и необходимо вернуть часть заемных средств или увеличить обеспечение. Если же происходит дальнейшее снижение уровня маржи, то после достижения значения 25% уже без каких-либо предварительных оповещений брокер производит реализацию обеспечения клиента на бирже и полученные средства направляются на погашение задолженности клиента. Такая реализация может привести к убыткам для клиента, и поэтому клиенту необходимо внимательно следить за состоянием уровня маржи и не доводить ситуацию до принудительной реализации обеспечения»⁸⁰.

На сайте другого крупного российского профессионального участника рынка ценных бумаг ЗАО «Финам» содержится информация для заемщиков о

⁷⁹<http://www.onlinebroker.ru/school/market/school.php>⁸⁰<http://www.onlinebroker.ru/school/market/school.php>

параметрах принудительной продажи заложенных ценных бумаг. Так, брокер начинает извещать о необходимости довести обеспечение, когда дисконт по ценным бумагам опускается с отметки 35-50 % до 20-25%⁸¹. В случае, если дисконт обеспечения по займу в ЗАО "Финам" сокращается до 15% и в этот день до закрытия торгов клиент не известил о принятых мерах, право собственности, согласно договору, переходит к брокеру, и на следующий день он реализует эти ценные бумаги.

Таким образом, мы видим, что у российских участников фондового рынка, оказывающих услуги по выдаче займов под залог ценных бумаг, нет единого подхода к процедуре принудительной продажи заложенных клиентами ценных бумаг. Банк ПАО "ВТБ-24" использует такой критерий наступления случая принудительной продажи, как снижение уровня маржи, ЗАО "Финам" – снижение коэффициента дисконтирования.

Кроме того, процедура принудительной продажи ценных бумаг не формализована, что генерирует риски как для заемщиков, так и для брокеров, описанные нами в начале данного параграфа.

В целях разрешения указанных проблем в деятельности брокерских организаций мы предлагаем формализовать процедуру принудительной продажи заложенных ценных бумаг за счет ее регламентации.

Современный экономический словарь трактует понятие "регламент" как «правила, устанавливающие, регулирующие порядок и время проведения мероприятий и действий»⁸².

Цель предлагаемого нами регламента – формализация процесса осуществления операций по вынужденной продаже ценных бумаг, заложенных в качестве обеспечения в сделках РЕПО и при маргинальном выводе денежных средств с брокерского счета.

Регламент принудительной продажи ценных бумаг включает 9 пунктов.

⁸¹ <http://www.assetmanager.ru/statipressa/infrastructure/123-2010-08-17-12-37-49.html>

⁸² <http://www.ebk.net.ua/Book/Ses/r/0477.htm>

1. Принудительной продажей ценных бумаг, заложенных Клиентом у Брокера, в целях настоящего Регламента являются: торговые операции, осуществляемые Брокерами без поручения Клиента, направленные на уменьшение соответствующего заложенному портфелю размера минимальной маржи, за счет любых доступных Брокеру активов Клиента, как на биржевом, так и на внебиржевом рынке по выбору Брокера, по сложившейся рыночной цене.

Минимальный уровень маржи заложенного портфеля ценных бумаг – это расчетный показатель, при достижении которого ценные бумаги должны быть проданы на организованном рынке их залогодержателем, то есть брокером. Для определения минимального уровня маржи обратимся к опыту маржинальных сделок, заключаемых на рынке ценных бумаг такими крупными профессиональными участниками рынка как ЗАО “Финам”, ПАО «ВТБ-24» и ООО “Компания Брокеркредитсервис”.

Как мы уже отмечали в первой главе диссертационного исследования, главное отличие классической маржинальной сделки от сделок РЕПО и маржинального вывода денежных средств с брокерского счета заключается в том, что в первом случае клиент брокера не имеет возможности вывести денежные средства, полученные в результате маржинальной операции, на свой счет. То есть заемные средства в маржинальной сделке носят исключительно целевой характер (могут быть использованы исключительно для приобретения ценных бумаг). Сделки РЕПО и маржинальный вывод денежных средств с брокерского счета не имеют целевого назначения.

Уровень маржи по открытым длинным позициям в классических маржинальных сделках рассчитывается по следующей формуле:

$$M = (A-R)/A*100\%, \quad (6)$$

где M – уровень маржи при открытии длинной позиции;

A – величина активов по текущей рыночной стоимости;

R – размер заемных средств.

Уровень маржи (M) характеризует долю средств клиента брокера в общем объеме активов, содержащихся в портфеле клиента. При увеличении рыночной стоимости содержащихся в портфеле ценных бумаг увеличивается и уровень маржи. И наоборот, при снижении курса ценных бумаг уровень маржи падает. При этом он может упасть до критического значения, после которого брокер принудительно реализует ценные бумаги на бирже.

Классическая маржинальная сделка, заключаемая клиентом брокерской компании на рынке ценных бумаг, сходна по своим качественным характеристикам со сделкой РЕПО и маржинальным выводом денежных средств с брокерского счета. Размер полученного займа соответствует средствам, предоставленным брокером в маржинальной сделке (величина R в вышеприведенной формуле).

Минимальный уровень маржи в районе 25-30 % считается допустимым в таких брокерских компаниях как ООО “Брокеркредитсервис”, ЗАО “Финам”, ООО “Атон”, “Брокерский Дом “Открытие”. Используя опыт российских брокерско-дилерских компаний, мы предлагаем оценивать минимальный уровень маржи на уровне 30 %.

Таким образом, при снижении уровня маржи до уровня ниже 30 % в вышеприведенной формуле брокеры осуществляют принудительную продажу заложенных ценных бумаг на организованном биржевом или внебиржевом рынке.

2. При достижении уровнем маржи отметки 40 % Брокер информирует Клиента о риске принудительной продажи ценных бумаг. Такое информирование осуществляется способами, которые Брокер признает максимально эффективным для уведомления Клиента в конкретных обстоятельствах, в том числе, путем телефонной связи, отправки СМС-сообщений, направления писем по электронной почте, использования прочих информационных возможностей. Брокер вправе

также осуществлять повторное информирование Клиента об указанном риске.

Анализ практики принудительного закрытия маржинальных позиций в ведущих российских брокерских компаниях показал, что информирование клиентов о возможной скорой продаже ценных бумаг начинается с момента, когда уровень маржи достигает уровня 35-40 %. Так, например, в холдингах ЗАО “Финам” и ООО “Атон” заемщики получают уведомление о скорой принудительной продаже ценных бумаг при достижении уровнем маржи отметки 40 %, в ООО “Брокеркредитсервис” – отметки 35 %.

Информирование заемщика о риске достижения минимального уровня маржи носит название маржин колл. Margin call (рус. требование увеличить залог) – сообщение трейдеру о том, что необходимо добавить средства на маржинальный счет для покрытия убытков, понесенных в результате неблагоприятного движения цен и поддержания установленного уровня маржи⁸³. Маржин колл возникает, когда баланс по торговому счету опускается ниже определенной величины, которая вычисляется брокером по особой формуле. Инвестор может получить маржин колл от брокера, если по одной (или больше) ценной бумаге, которая была приобретена за счет средств брокера, произошло снижение цены ниже определенного уровня. В этом случае инвестор будет вынужден или внести больше денег на счет или продать часть своих активов.

В случае наступления ситуации маржин колл заемщик стоит перед выбором: либо повысить уровень маржи, либо согласиться на принудительную продажу заложенных ценных бумаг. При этом повысить уровень маржи до отличного от минимального значения можно за счет частичного возврата денежных средств или за счет увеличения стоимости портфеля ценных бумаг (пополнение заложенного портфеля за счет нового пакета ценных бумаг).

⁸³

<http://edu.finam.ru/showthread.php?t=4026>

3. В том случае, если Клиент не реагирует на информирование о наступлении ситуации маржин колл, либо отказывается повысить минимальный уровень маржи, Брокер осуществляет принудительную продажу ценных бумаг Клиента до окончания основной торговой сессии проведения организованных торгов ценными бумагами в день, в который наступило указанное обстоятельство.

4. В случае принудительной продажи ценных бумаг Брокер вправе выбрать конкретный вид ценных бумаг для реализации по собственному усмотрению.

Данный пункт регламента означает, что брокер самостоятельно выбирает конкретный вид ценных бумаг, содержащихся в заложенном портфеле. Очевидно, что целесообразнее в первую очередь избавляться от менее ликвидных ценных бумаг, оставляя в заложенном портфеле наиболее ликвидные инструменты. Авторская методика оценки ликвидности ценных бумаг представлена в предыдущем параграфе диссертационной работы.

5. В результате принудительной продажи заложенных ценных бумаг стоимость портфеля Клиента может превышать минимальный уровень маржи на любую величину по усмотрению Брокера.

6. После направления Клиенту соответствующего сообщения Брокер вправе осуществить принудительную продажу заложенных ценных бумаг в следующих случаях:

- если становится известно о предстоящей приостановке или прекращении торгов данной ценной бумагой или после такой приостановки или прекращения торгов;

- перед существенными корпоративными событиями эмитента данной ценной бумаги, такими как выкуп ценных бумаг, реорганизация эмитента, претензии к эмитенту со стороны правовых органов;

- снижении инвестиционного рейтинга со стороны одного из международных рейтинговых агентств.

Рассмотрим конкретные примеры необходимости принудительной продажи ценных бумаг.

Предстоящая приостановка (прекращение) торгов ценной бумагой приводит к резкому увеличению ее волатильности. Например, после временной приостановки торгов акциями “Норильский Никель” 16 декабря 2014 года волатильность торгов выросла до 27 % (см. Рисунок 11). Это означает, что при самом неблагоприятном развитии событий убытки брокера от принудительной продажи ценных бумаг могли превысить 27 % от стоимости портфеля.

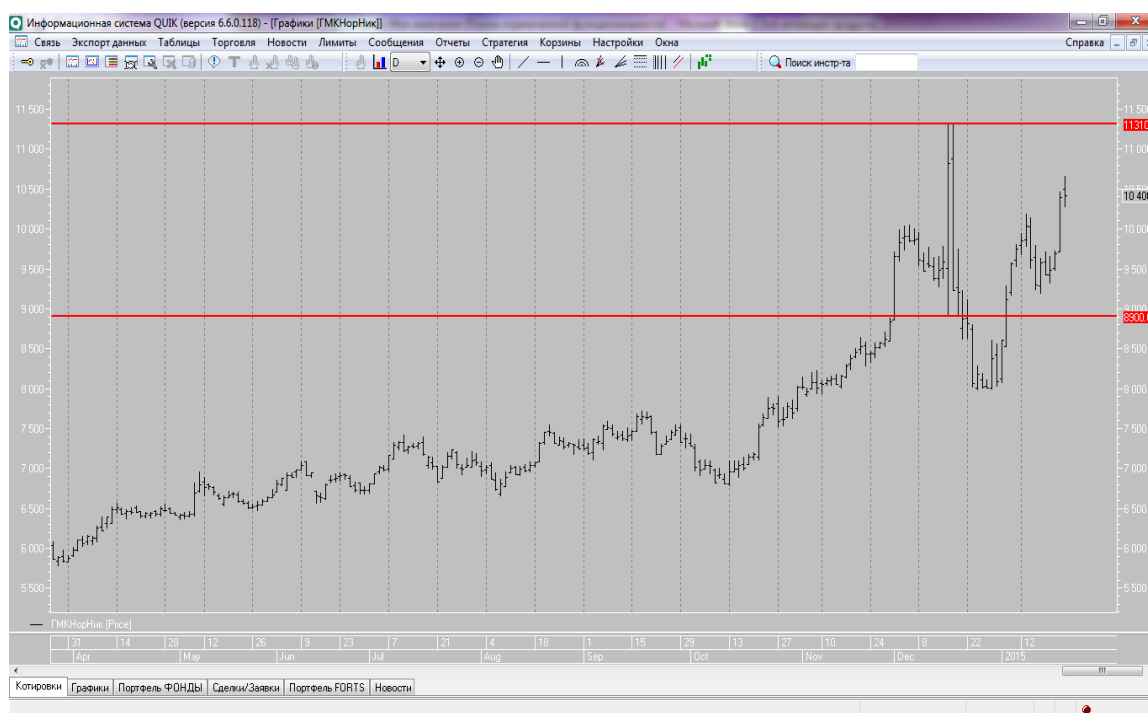


Рисунок 11. Волатильность котировок акций “Норильский Никель” после временной приостановки торгов 16 декабря 2014 года⁸⁴

Существенные корпоративные события эмитента также могут привести к резкому повышению волатильности котировок. Так, например, после ареста главы АФК “Система” в 2014 году котировки акций эмитента упали более чем на 35 %⁸⁵.

84

Составлено автором по данным инвестиционного холдинга ЗАО “Финам”.

85

<http://www.newsru.com/finance/17sep2014/rosbashneft.html>

Снижение инвестиционного рейтинга со стороны одного из ведущих рейтинговых агентств может привести к резкому снижению котировок эмитента и даже к временной приостановке торгов. Например, после снижения инвестиционного рейтинга ОАО “Сбербанк” в начале 2015 года котировки эмитента упали на 12,6 % с отметки 67,7 до 59,15 рублей за акцию (см. Рисунок 12).

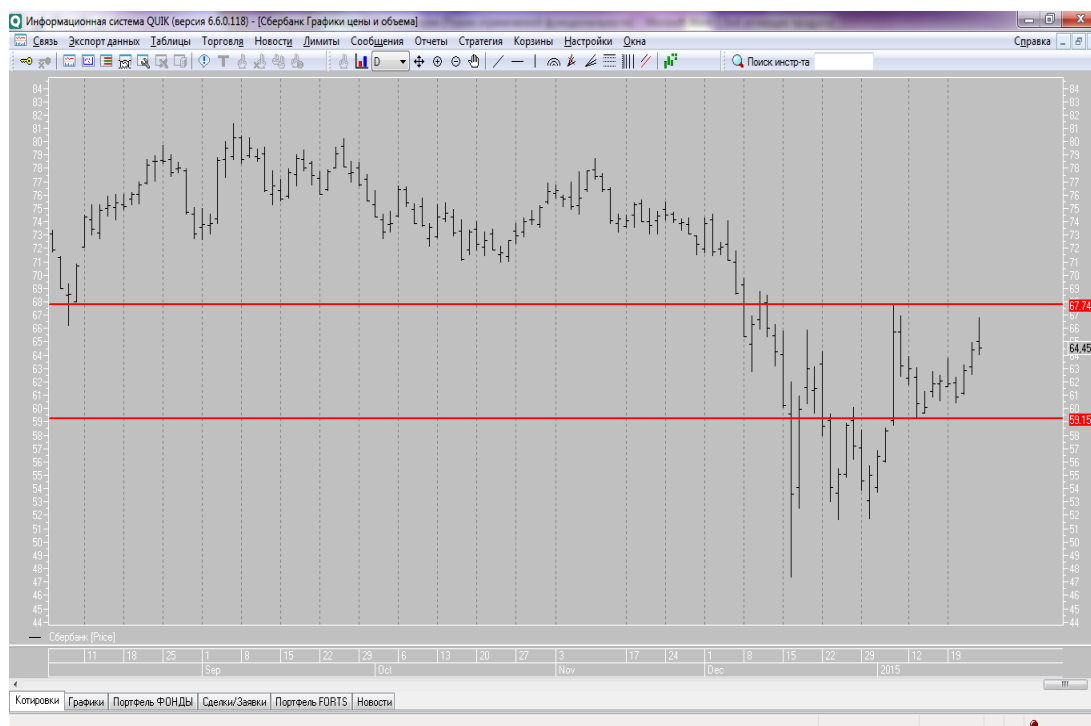


Рисунок 12. Падение курса акций ОАО “Сбербанк” в январе 2015 года после снижения инвестиционного рейтинга эмитента⁸⁶

7. Брокеры вправе осуществить полную или частичную принудительную продажу ценных бумаг Клиента к дате фиксации реестра акционеров. Если по каким-либо причинам Брокер не воспользуется правом принудительной продажи, Клиент обязуется в течение 10 (десяти) дней с даты объявления размера дивиденда по данной ценной бумаге возместить Брокеру в полном объёме сумму начисленного по этим ценным бумагам дивиденда.

После наступления даты фиксации реестра биржевой курс ценных бумаг снижается как минимум на величину начисленного, но пока еще не

⁸⁶

Составлено автором по данным инвестиционного холдинга ЗАО “Финам”.

выплаченного дивиденда. Однако негативная динамика на рынке в целом может привести к тому, что снижение курса акций значительно превысит величину дивидендов. Например, после закрытия реестра РАО «Газпром» 17 июля 2014 года котировки акций эмитента упали с отметки 146,5 до 143 рублей. 6 августа котировки упали еще на 14 % до отметки 123 рубля (см. Рисунок 13).



Рисунок 13. Снижение курса акций РАО «Газпром» после даты закрытия реестра 17 июля 2014 года⁸⁷

В результате негативной динамики котировок после даты закрытия реестра уровень маржи заложенных ценных бумаг может достичь критического уровня и брокер будет вынужден осуществить реализацию ценных бумаг на рынке.

Если же заемщик повысит критический уровень маржи, компенсировав размер начисленных дивидендов, то уровень маржи повысится до безопасного уровня.

⁸⁷

Составлено автором по данным инвестиционного холдинга ЗАО «Финам».

8. При прекращении действия договора о займе между Брокером и Клиентом Брокер вправе осуществить принудительную продажу всех ценных бумаг, находящихся в заложенном портфеле.

9. Брокер не вправе без согласования с Клиентом осуществлять принудительную продажу заложенных ценных бумаг, не предусмотренным Регламентом или действующим законодательством РФ.

Предложенный регламент принудительной продажи ценных бумаг отличается от существующих аналогов тем, что в нем учтены авторские предложения по оценке ликвидности и волатильности ценных бумаг, что позволяет минимизировать потери брокеров. Авторский регламент может быть использован как типовой в деятельности любых брокерских организаций. Образец регламента представлен в приложении 4.

Процесс принудительной продажи заложенных ценных бумаг предполагает обеспечение должного взаимодействия между структурными подразделениями брокерских организаций.

Авторский вариант последовательности взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций при принудительной продаже ценных бумаг представлен на Рисунке 14.

1. Кредитный департамент информирует Департамент по управлению рисками об очередной сделке и ее ключевых параметрах.

2. Кредитный департамент информирует Департамент по работе с ценными бумагами о количественных и качественных характеристиках заложенного портфеля ценных бумаг.

3. Департамент по работе с ценными бумагами передает в Департамент по управлению рисками следующую информацию: коэффициент дисконтирования заложенного портфеля ценных бумаг; минимальный уровень маржи; уровень маржи, при наступлении которого заемщик получает сигнал о маржин коле.

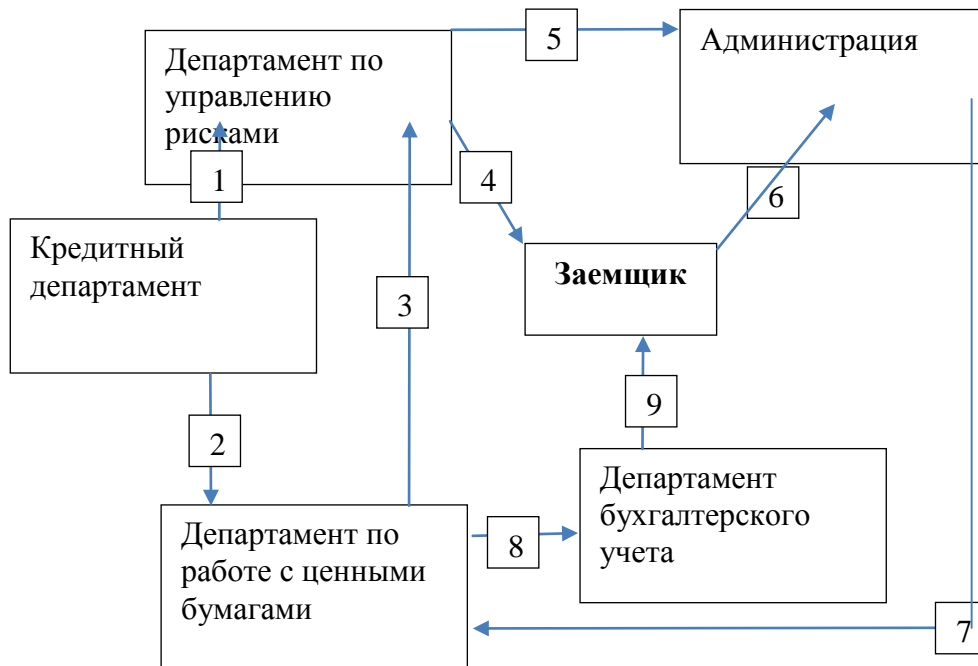


Рисунок 14. Последовательность взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций при принудительной продаже ценных бумаг

4. Департамент по управлению рисками информирует заемщика о маржин коле по займу (при достижении уровнем маржи отметки 40 %) или об иных причинах принудительной продажи ценных бумаг (см. пункт 6 Регламента).

5. Департамент по управлению рисками информирует Администрацию о маржин коле по займу (при достижении уровня маржи отметки 40 %) или об иных причинах принудительной продажи ценных бумаг (см. пункт 6 Регламента).

6. Заемщик: а) увеличивает уровень маржи (в этом случае Администрация уведомляет Департамент по управлению рисками о погашении образовавшейся задолженности); б) не реагирует на сообщения Департамента по управлению рисками.

7. В том случае, если заемщик не реагирует на сообщения Департамента по управлению рисками, Администрация информирует Департамент по работе с ценными бумагами о необходимости принудительной продажи заложенных ценных бумаг заемщика или выставляет заявку на продажу ценных бумаг через Брокерский счет.

8. Департамент по работе с ценными бумагами информирует Департамент бухгалтерского учета о параметрах сделки по принудительной продаже ценных бумаг заемщика.

9. Департамент бухгалтерского учета рассчитывает и выплачивает заемщику денежные средства, оставшиеся после принудительной продажи ценных бумаг, если сумма, вырученная в результате такой продажи, превысила размер займа, начисленных процентов и иных расходов брокера.

Предложенный вариант последовательности взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций по принудительной продаже ценных бумаг позволяет повысить эффективность данной операции за счет снижения временных задержек при передаче информации между подразделениями и оперативного реагирования ими на изменения конъюнктуры рынка ценных бумаг.

Выводы

1. Принудительная продажа ценных бумаг в маржинальных сделках без согласования с заемщиком осуществляется в двух случаях: а) когда заемщик не имеет возможности погасить заем; б) когда курс ценных бумаг снижается до критического уровня.

2. Регламент принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках позволяет формализовать данную процедуру и минимизировать потери брокера. Предложенный в работе регламент может быть использован как типовой в деятельности любых брокерских организаций.

3. Процесс принудительной продажи заложенных ценных бумаг предполагает обеспечение должного взаимодействия между структурными

подразделениями брокерских организаций. В работе представлен авторский вариант последовательности взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций при принудительной продаже ценных бумаг, позволяющий снизить временные издержки при передаче информации между подразделениями и оперативно реагировать им на изменение конъюнктуры рынка ценных бумаг.

Глава 3. Совершенствование регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг

3.1. Обоснование ключевого метода управления рисками маржинальных сделок

В предыдущей главе диссертационной работы мы провели анализ технологии заключения маржинальных сделок под залог ценных бумаг и выявили ряд аспектов в деятельности брокерских организаций, которые генерируют риски снижения уровня их доходности. На данном этапе исследования мы более детально рассмотрим риски, связанные с заключением маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, а также предложим методы управления ими.

Вопреки устоявшемуся мнению, в научной литературе до сих пор нет консенсуса по поводу определения понятия “риск”. В настоящее время в это понятие вкладывается три различных смысла: риск как возможность, риск как опасность или угроза и риск как неопределенность.

Как возможность понятие “риск” рассматривается в работах таких авторов как Шапкин А.С. («В условиях неопределенности предприниматель проявляет желание идти на риск, поскольку наряду с риском потерь существует возможность получения дополнительной прибыли»)⁸⁸, Челекбай А.Д. («Чтобы повысить прибыльность, инвестору приходится принимать большой риск Высокорискованные операции являются и высокодоходными»)⁸⁹ и Альгин А.П. («Чем выше уровень риска готовящегося к реализации инновационного проекта, тем выше закладываемый уровень рентабельности привлекаемых инвестиций. Или по-другому, вкладывая деньги в рискованные компании, предприниматели могут рассчитывать на более высокий уровень прибыли и рентабельности

⁸⁸ Шапкин, А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций [Текст] / А.С. Шапкин. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и Ко», 2003. –С.6.

⁸⁹ Челекбай, А.Д. Риск-менеджмент в денежно-кредитной и инвестиционной деятельности: теория, мировой опыт и практика Казахстана: учебное пособие [Текст] / А.Д. Челекбай. – Алматы: Экономика, 2007. – С. 564.

своих капиталовложений. Помимо этого, стремление минимизировать неблагоприятные последствия предпринимательских рисков создает объективные предпосылки для возникновения и развития специфических и принципиально новых сфер предпринимательской деятельности»⁹⁰.

Таким образом, понятие риска как возможности имеет в своем основании концепции существования взаимосвязи между риском и доходностью. Чем выше риск, тем выше потенциальный доход, но также выше и вероятные убытки. В этом смысле система управления рисками (риск-менеджмент) означает использование техники максимизации дохода при одновременном ограничении или минимизации потенциальных потерь.

Чаще всего риск понимают как опасность или угрозу. Например, в учебнике «Риск-менеджмент» содержится следующее определение понятия риск: «Риск – это угроза того, что предприниматель понесет потери в виде дополнительных расходов или получит доходы ниже тех, на которые рассчитывал»⁹¹.

Риск как угрозу воспринимает и Шарафутдинова Р.Б.: «Под риском принято понимать вероятность (угрозу) потери предприятием части своих ресурсов, недополучения доходов или появления дополнительных расходов в результате осуществления определенной производственной и финансовой деятельности. Предпринимательские потери – это в первую очередь случайное снижение предпринимательской прибыли. Величина именно таких потерь и характеризует степень риска. Риск – потенциальная численно измеряемая возможность потери»⁹².

В рамках данного подхода рассматриваются такие негативные события, как финансовые потери, мошенничество, хищения, угроза репутации, ущерб или банкротство, участие в судебных процессах и т.д. С точки зрения этой

⁹⁰ Альгин, А.П. Риск и его роль в общественной жизни [Текст] / А.П. Альгин. – М.: Мысль, 1989. – С. 6.

⁹¹ Вяткин, В.Н. Риск-менеджмент: учебник [Текст] / В.Н. Вяткин, И.В. Вяткин, В.А. Гамза, Ю.Ю.Екатеринославский, Дж. Хэмптон. Под ред. И. Юргенса. – М.:Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2003. – С. 10.

⁹² Шарафутдинова, Р.Б. Страхование как метод управления риском [Текст] / Р.Б. Шарафутдинова. // Банки Казахстана. – 2012. – № 4. – С. 18

концепции риск-менеджмент означает технику уменьшения вероятности наступления нежелательных событий или полного краха организации с помощью ряда мероприятий, которые требуют произведения разумных затрат.

Третья точка зрения является более академической, в ее рамках риск рассматривается как неопределенность. Балабанов И.Т. считает: «Чем больше неопределенность хозяйственной ситуации, тем больше и степень риска»⁹³. Севрук В.Т. определяет риск следующим образом: «Ситуативная характеристика деятельности любого юридического лица, в том числе и субъекта финансового сектора, состоящая из неопределенности ее исхода и возможных неблагоприятных последствий в случае неуспеха»⁹⁴. Грисюк С.В. считает, что «риск – это не сам неблагоприятный исход и не вероятность его наступления, а свойство деятельности, основной, сущностной характеристикой которой является системная неопределённость»⁹⁵. Наконец, Абдрахманова Г.Т. дает следующее определение риска: «Формируемая неопределенностью проявлений агрессивных факторов окружающей среды, особенностями организации и протекания реализуемого процесса, специфическими чертами объекта управления и отличительными характеристиками субъектов управления является вероятность того, что управляемый или наблюдаемый процесс может пройти с отклонениями от запланированного сценария или результата»⁹⁶.

Итак, интерпретация риск как неопределенности требует анализа статистического распределения всех вероятных результатов (исходов), которые могут носить как позитивный, так и негативный характер. В данном случае речь идет о законе нормального распределения событий, который

⁹³ Балабанов, И.Т. Риск-менеджмент. [Текст] / И.Т. Балабанов. – М.: Финансы и статистика, 1996. – С. 20.

⁹⁴ Севрук, В.Т. Риски финансового сектора Российской Федерации: практ. пособие [Текст] / В.Т. Севрук. – М.: Финстатинформ, 2001. – С. 175.

⁹⁵ Грисюк, С.В. Рискология: на пути к общей теории [Текст] / С.В. Грисюк // Ученые записки Академии экономики и права. – 2009. – №2. – С. 93.

⁹⁶ Абдрахманова, Г.Т. Слияния и поглощения в методологии банковского риск-менеджмента [Текст] / Г.Т. Абдрахманова // Вестник университета «Туран». – 2012. – №1. – С. 43.

носит название распределение Гаусса или колоколообразное распределение. В рамках данной концепции риск-менеджмент направлен на снижение дисперсии между возможными исходами и реальными результатами.

В данном исследовании мы разделяем академическую точку зрения на понятие “риск” и, следовательно, понимаем под данным термином неопределенность возможных исходов, которые, поддаются математической оценке.

Несомненными преимуществами академической трактовки понятия “риск” являются следующие:

1. минимизация субъективной оценки риска и рисков событий;
2. возможность применения статистического аппарата для выражения риска;
3. однозначное разделение видов риска – с одной стороны как неопределенности, которая подлежит статистической оценке, а с другой – как некоторых уникальных событий, не имеющих аналогов.

Заключение сделок в маргинальном сегменте рынка ценных бумаг всегда сопровождается для брокеров присутствием риска, который может быть вызван как неопределённостью будущего финансового результата, так и конкретной спецификой маргинальных сделок, рассмотренной нами в первой главе работы. В целях управления рисками маргинальных сделок необходимо разработать их классификацию.

В отечественной научной литературе, посвященной проблемам рисков операций на финансовых рынках, классификация рисков маргинальных сделок в широком понимании данного понятия (классические маргинальные сделки, маргинальный вывод денежных средств с брокерского счета и сделки РЕПО) не являются отдельным объектом научного исследования. В этой связи нам необходимо обратиться к классификациям, относящимся к рынку ценных бумаг в целом или его отдельным сегментам.

Вся совокупность рисков, которые оказывают влияние на финансовую деятельность экономического агента, ключевое место занимает группа

финансовых рисков. Актуализация данных рисков приводит к потерям финансовых ресурсов со стороны экономических агентов. Таким образом, финансовые риски – это вероятность непредвиденных финансовых потерь (уменьшение прибыли или доходов, потеря капитала и пр.) связанная с неопределенностью условий финансово-хозяйственной деятельности экономического агента.

Достаточно широко распространена точка зрения на сущность рисков, в соответствии с которой группа финансовых рисков включает лишь два типа рисков, а именно инвестиционные риски и риски потерь денежных средств⁹⁷.

Другие исследователи, в частности Красовский Н.В., полагают, что помимо указанных двух подгрупп финансовых рисков можно выделить и еще одну подгруппу, а именно риски, которые связаны с конкретной формой организации хозяйственной деятельности экономического агента (см. таблицу 9)⁹⁸.

Таблица 9

Классификация финансовых рисков по Н.В. Красовскому

Финансовые риски		
Риски, связанные с покупательной способностью денег	Риски, связанные с вложением капитала (инвестиционные риски)	Риски, связанные с формой организации хозяйственной деятельности предприятия
1. Инфляционные риски	1. Риск снижения финансовой устойчивости	1. Авансовые риски
2. Дефляционные риски	2. Риск упущенной выгоды	2. Оборотные риски
3. Валютные риски	3. Риск прямых финансовых потерь	
4. Риски ликвидности	4. Риск снижения доходности 4.1. Процентные риски 4.2. Кредитные риски	

Исходя из данной таблицы видно, что многообразие финансовых рисков, которым подвержена организация, образует систему, каждый элемент

⁹⁷ Тэпман, Л.Н. Риски в экономике [Текст] / Л.Н. Тэпман. – М.: Юнити-Дана, 2002. – С. 54.

⁹⁸ Красовский, Н.В. Хеджирование валютных рисков на рынке срочных финансовых инструментов России. Диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Н.В. Красовский. – Саратов, 2012. – С. 15.

которой представляет собой отдельную группу рисков. Все они сформированы по обобщающим признакам: покупательная способность денег, вложения капитала (инвестиции) и форма организации хозяйственной деятельности предприятия. Все выделенные автором группы рисков тесно переплетены между собой и было бы ошибочным нивелировать значение любой отдельной из этих групп.

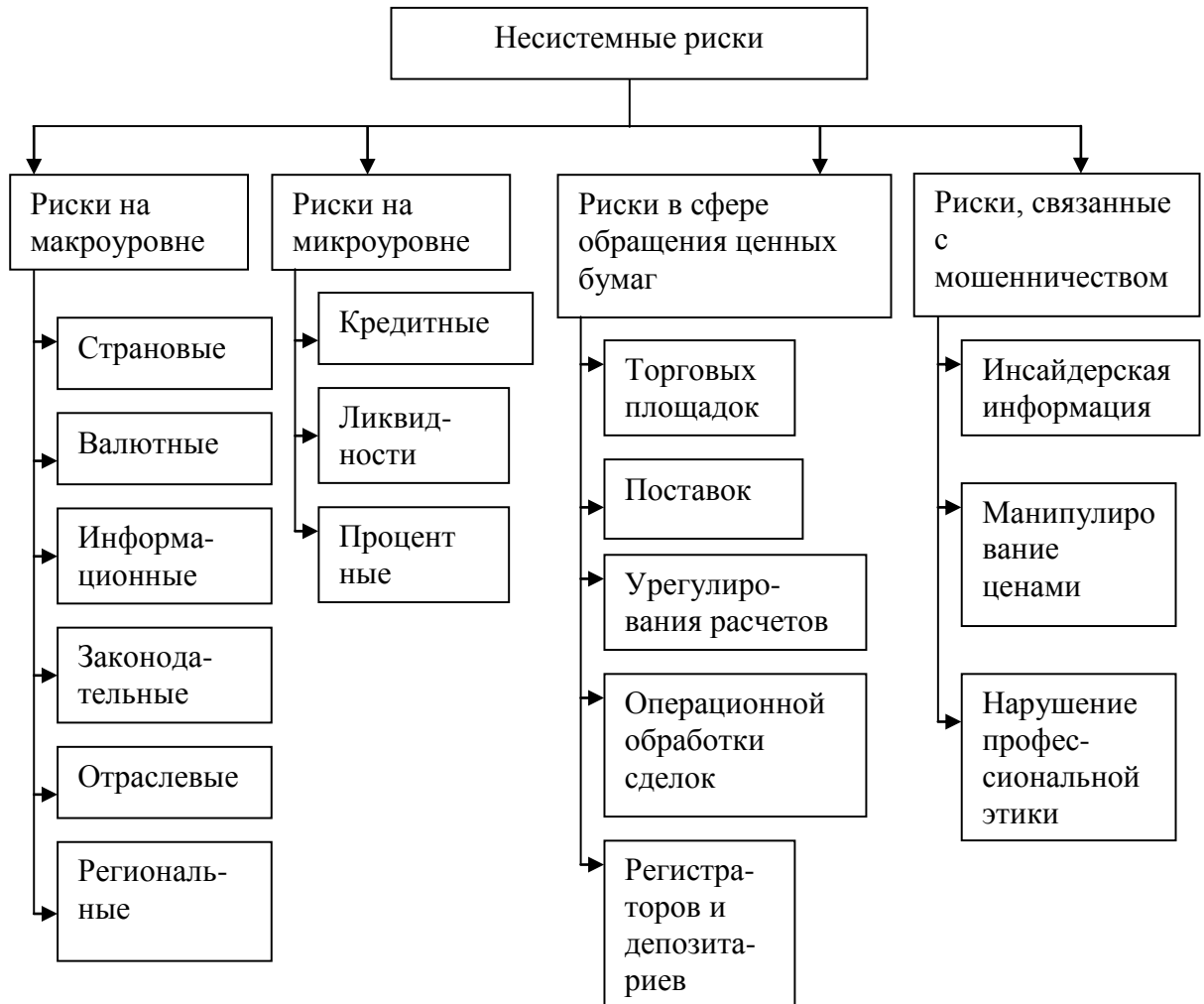
Далее проанализируем классификацию рисков, которая содержится в методических указаниях Национальной фондовой ассоциацией (НФА)⁹⁹. Классификация данной СРО охватывает лишь риски сделок РЕПО, однако мы полагаем, что в данной классификации использованы очень удачные критерии отнесения рисков к отдельным категориям. Все многообразие рисков разделено на кредитные, ценовые (рыночные), риски ликвидности, операционные, правовые и налоговые риски. В классификации СРО содержатся пояснения относительно того, какие конкретно факторы (внешние или внутренние) влияют на выделенные риски. Подобную практику мы будем использовать и при составлении классификации рисков маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

На наш взгляд, глубокий вклад в составление классификации рисков операций на рынке ценных бумаг сделал российский автор Булатов В.В.¹⁰⁰ Все многообразие рисков было разбито на две крупные категории: системные и несистемные риски. Системные или рыночные риски оказывают влияние на весь финансовый рынок в целом. К системным рискам относятся в частности: процентный, валютный, инфляционный и политические риски.

Несистемные риски – это риски макроуровня, то есть риски в сфере обращения ценных бумаг, а также риски, вызванные финансовым мошенничеством (см. рисунок 15).

⁹⁹ www.nfa.ru

¹⁰⁰ Булатов, В.В. Фондовый рынок и экономический рост [Текст] / В.В. Булатов. – М.: Наука, 2004. – С. 84-88.



+

Рисунок 15. Классификация несистемных рисков рынка ценных бумаг (по В.В. Булатову)

Из приведенного выше рисунка видно, что Булатов В.В. в каждой подгруппе несистемного риска выделяет конкретные риски, связанные с совершением сделок на рынке ценных бумаг.

Другим российским исследователем Поповой Т.А. предлагается вариант классификации специфических рисков “маржинального займа” (под которым автор понимает все виды маржинальных сделок)¹⁰¹:

- кредитный риск: неопределенность относительно действий клиента, внесения дополнительного обеспечения;

¹⁰¹ Попова, Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – С. 10.

- рыночный риск: изменение рыночной стоимости ценных бумаг;
- операционный риск: время, затрачиваемое на совершение сделки по реализации обеспечения, и ограниченность торгового времени на российских биржах;
- риск ликвидности: возможность того, что обеспечение будет реализовано не по текущей рыночной, а по менее выгодной цене.

Очевидным недостатком классификации рисков маржинальных сделок, предложенной Поповой Т.А., является ее узость. Далее мы продемонстрируем, что маржинальные сделки способны генерировать намного больше видов рисков, чем рассматривается в работе Поповой Т.А.

Предложенная Булатовым В.В. классификация рисков операций на рынке ценных бумаг лежит в основе классификации рисков классических маржинальных сделок, разработанной Чернышкиным Д.Г.¹⁰² Данная классификация рисков представляет повышенную научную ценность для настоящего исследования, так как охватывает не все риски сделок с ценными бумагами, как в ранее представленных вариантах, а лишь риски классических маржинальных сделок.

Все риски, связанные с классическими маржинальными сделками, автор разделил на системные и несистемные. Системные риски, в соответствии с классической теорией, не являются специфическими для маржинального сегмента, так как относятся ко всему рынку в целом.

К несистемным рискам автор относит “рыночные риски, риски в сфере обращения ценных бумаг и риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний”¹⁰³. При этом рыночные риски также подразделяются на “риски, вызванные внешними и внутренними факторами. К рискам, возникающим по внешним причинам и, следовательно, лишь частично подконтрольным со стороны участников торгов, относятся риски потерь в

¹⁰² Чернышкин, Д.Г. Функционирование и регулирование маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Д.Г. Чернышкин. – Саратов, 2011. – С. 57-69.

¹⁰³ Там же, С. 59.

результате временной приостановки торгов и административного изменения уровня маржи. В группу рыночных рисков, связанных исключительно с внутренними факторами, относятся риски потерь в связи с отрицательным значением финансового рычага (процентный риск), низкой ликвидности маржинальных ценных бумаг, экстремальной волатильности рынка и правовых пробелов и противоречий¹⁰⁴.

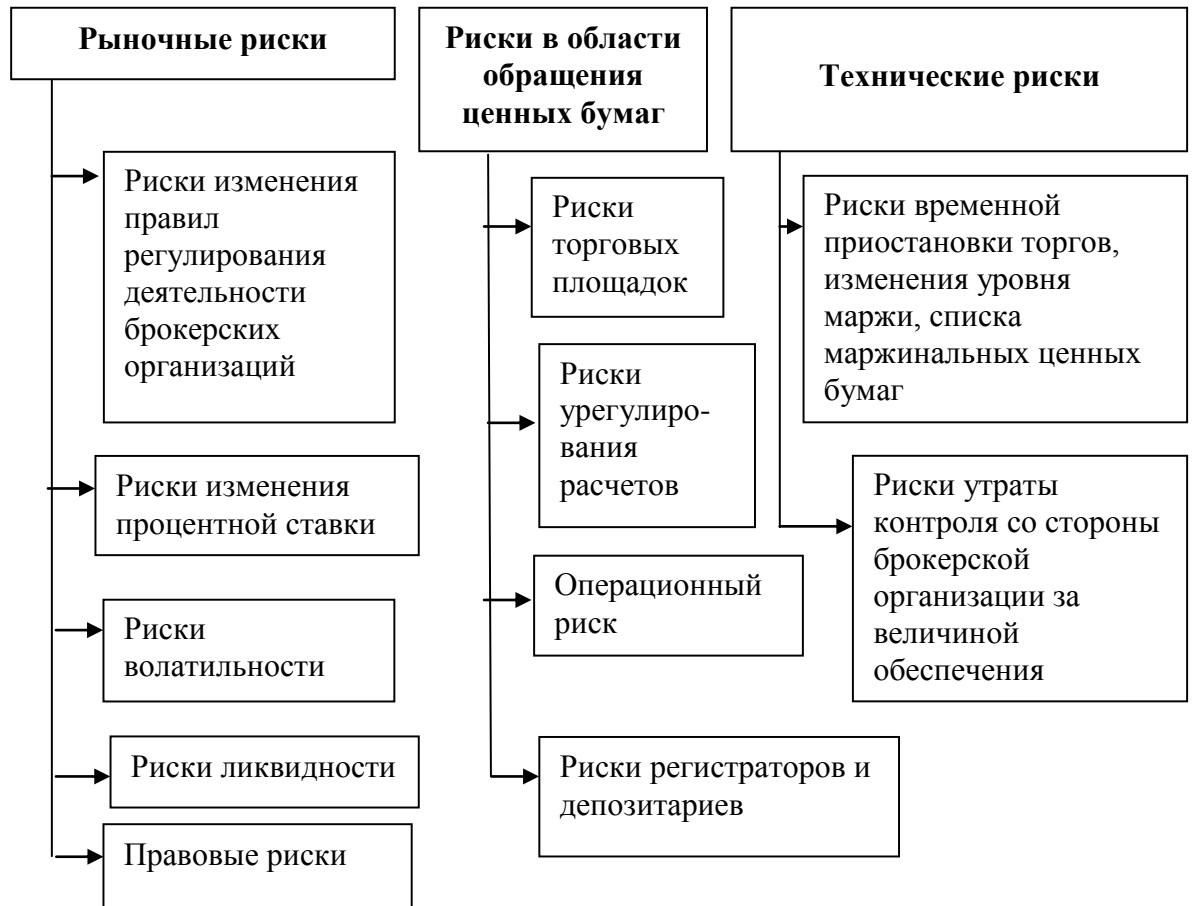
К другой группе несистемных рисков относятся «риски, возникающие в сфере обращения ценных бумаг (риски торговых площадок, поставок ценных бумаг, урегулирования расчетов, операционный риск и риски регистраторов и депозитариев). Последняя группа рисков (риски, связанные с мошенничеством и ошибками брокерских компаний) включает риски неисполнения обязательств со стороны брокера и утраты контроля со стороны брокера за маржинальными позициями клиентов»¹⁰⁵.

При составлении авторской классификации рисков маржинальных сделок мы использовали в качестве основы классификацию рисков, предложенную Чернышкиным Д.Г. При этом мы считаем необходимым добавить в указанную классификацию группу технических рисков, в которую мы включили риски временной приостановки торгов, изменения уровня маржи и списка маржинальных ценных бумаг. Кроме того, мы предлагаем отказаться от деления рыночных рисков на внешние и внутренние в зависимости от их источника, так как любой рыночный риск, по нашему мнению, является внешним по отношению к брокерской компании. Мы также исключили из классификации риск поставок, так как он входит в группу рисков урегулирования расчетов.

Используя подход Чернышкина Д.Г., мы предлагаем классифицировать риски маржинальных сделок по трем критериям: рыночные риски, риски в области обращения ценных бумаг и технические риски (см. рисунок 16).

¹⁰⁴ Там же, С. 61.

¹⁰⁵ Там же, С. 65



**Рисунок 16. Классификация рисков маржинальных сделок
(авторская классификация)**

Как видно на представленном рисунке, в категорию рыночных рисков маржинальных сделок мы отнесли те риски, которые вытекают из самой сущности рынка ценных бумаг. Данные риски, в случае их актуализации, негативно сказываются на финансовом результате брокерских организаций, которые не могут повлиять на них в полной мере, так как риски вызваны независимыми от брокеров внешними факторами. Таким образом, брокерская организация должна учитывать данные риски и обладать навыками оценки их вероятности и последствий их актуализации.

В группе рыночных рисков, возникающих в силу внешних факторов, мы отнесли риски изменения правил регулирования деятельности брокерских

организаций, изменения уровня процентной ставки, риски волатильности, ликвидности и правовые риски. Рассмотрим данные риски более детально.

Риск изменения правил регулирования деятельности брокерских организаций особенно стал актуален после создания на российском финансовом рынке мегарегулятора на базе Центрального Банка России. Так, с 1 сентября 2013 года отечественный финансовый рынок стал объектом регулирования единого государственного органа.

Окончание реформы регулирования финансового рынка запланировано на 2016 год. На момент написания данного диссертационного исследования было сложно дать оценку того, как изменятся правила и принципы деятельности участников российского фондового рынка. Наихудший сценарий предполагает актуализацию следующих рисков:

1) увеличение требований к размеру собственного капитала профессиональных участников рынка ценных бумаг;

2) ограничение Банком России верхнего предела процентной ставки, которая используется при маржинальном кредитовании клиентов на рынке ценных бумаг;

3) ужесточение различных требований со стороны Банка России к конкретным видам деятельности профессиональных участников рынка – к помещению, к составу и к квалификации персонала и пр.

Риск роста процентных ставок для профессиональных участников рынка реализуется в тех случаях, когда расходы брокера на обслуживание займа становятся выше доходов, которые брокерская организация получает в результате заключения маржинальных сделок. Процентный риск вытекает из самой сущности маржинальных сделок. Недооценка данного риска и, следовательно, снижение уровня доходов брокерских организаций от маржинальных сделок проявляется в том, что начисленные и выплаченные за использование заемных средств проценты могут превышать тот доход, который эти заемные средства сгенерировали. Как мы уже отмечали ранее, стоимость займа в брокерских организациях зависит от механизма

маржинальной сделки и от ликвидности ценных бумаг, используемых в качестве залога. Однако в среднем процентная ставка в маржинальных сделках колеблется в диапазоне от 14 до 18 % годовых. Таким образом, стоимость привлечения ресурсов в брокерских организациях должна быть ниже данного уровня, а с учетом всех операционных издержек – значительно ниже. По данным брокерских компаний, до осени 2014 года минимальный уровень маржи, которую они должны соблюдать при предоставлении своим клиентам возможности заключать все виды маржинальных сделок, составлял 10 %¹⁰⁶. Таким образом, при увеличении стоимости заимствований брокерские компании сталкиваются с риском того, что заключение маржинальных сделок теряет экономический смысл.

Риск волатильности – следующий вид рисков, с которыми сталкивается брокерская организация при заключении маржинальных сделок. Данный риск проявляется в том, что в случае вынужденной реализации заложенных ценных бумаг брокерская организация может понести дополнительные потери в связи с повышенной волатильностью рыночных котировок ценных бумаг. Так, например, в момент принятия решения о вынужденной реализации ценных бумаг их рыночный курс составляет 100 рублей. Как мы продемонстрировали в предыдущей главе работы, с момента принятия решения до его непосредственного исполнения может пройти достаточно длительное время, необходимое на согласование данной операции со всеми отделами брокерской организации. К моменту непосредственной продажи рыночный курс ценных бумаг может опуститься со 100 рублей до 90 рублей. Это означает, что брокерская организация понесла потери в размере 10 % от стоимости заложенного портфеля ценных бумаг.

Следующий вид риска, которому подвержены брокерско-дилерские организации – это риск ликвидности. Риск ликвидности вызван тем что профессиональный участник рынка не всегда может продать заложенные по

¹⁰⁶

Данные компании ОАО “Доходный Дом Инвестора” и ООО “Брокеркредитсервис”.

маржинальным сделкам ценные бумаги по той цене, которая обеспечивала бы приемлемый уровень доходности брокера.

Риск ликвидности, с которым сталкиваются брокерские организации при заключении маржинальных сделок, связан с резким обесценением низколиквидных акций в случаях неблагоприятной рыночной конъюнктуры. В предыдущей главе мы предложили авторскую методику листинга ценных бумаг, используемых в качестве залога в маржинальных сделках. В соответствии с данной методикой мы предложили использовать повышенный коэффициент дисконтирования по низколиквидным ценным бумагам.

Анализ показывает, что российский фондовый рынок является крайне низколиквидным. Результаты подсчетов Комитета Государственной Думы РФ по собственности и Профессиональной ассоциацией регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев¹⁰⁷ убедительно доказывают данный тезис. Сравнительный анализ ликвидности российского фондового рынка рынками других развивающихся стран включал соотношение таких показателей как количество листинговых эмитентов, капитализация фондового рынка, количество первичных размещений и показатель free-float. Данный сравнительный анализа показал, что ликвидность российского фондового рынка в разы меньше аналогичного показателя других развивающихся стран¹⁰⁸.

Причем речь идет не только о бумагах второго и прочих эшелонов (внесписочные акции, акции группы Б, В), но также и о бумагах из первой двадцатки по степени ликвидности. Так, например, низкая ликвидность характерна для акций таких эмитентов, представителей группы “голубых фишек”, как ГК “Норильский Никель”, Ростелеком, Татнефть, АвтоВАЗ и пр. Ценовые спреды по этим инструментам могут достигать до 1 %. Даже при относительно незначительных ценовых колебаниях уход покупателей и продавцов с рынков низколиквидных акций может привести к

¹⁰⁷ Плскачевский, В.С О совершенствовании регулирования финансового рынка: аналитические материалы / под науч. ред. В.С. Плскачевского и П.Н. Ланскова [Текст] // www.fcsm.ru.

¹⁰⁸ <http://www.twirpx.com/file/311104/>

существенному расширению спреда и принудительному закрытию позиций со стороны брокерской компании, что, в свою очередь, вызывает новую волну продаж.

Таким образом, низкая ликвидность российского рынка ценных бумаг может привести к ситуации, когда брокерская организация окажется не в состоянии реализовать ценные бумаги, которые служат залогом по маржинальной сделке, по цене, гарантирующей безубыточность ее деятельности. В этом случае рыночная цена реализации может существенно отличаться, особенно в кризисные периоды, от цены, соответствующей точке безубыточности.

Следующий вид рыночных рисков, с которым может столкнуться брокерская организация – это правовые (юридические) риски, то есть риски потерь, возникающие у организации вследствие следующих факторов:

- 1) правовые ошибки (неправильная трактовка юридических норм, неверное составление документов);
- 2) несовершенство правовой системы (противоречивое законодательство, отсутствие правовых норм по регулированию отдельных аспектов деятельности брокерских организаций);
- 3) несоблюдение брокерскими организациями требований нормативных актов и заключенных договоров;
- 4) несоблюдение контрагентами брокерских организаций нормативных актов и заключенных договоров.

Так как брокерским организациям неподконтрольны такие аспекты правовых рисков, как противоречивое законодательство и отсутствие правовых норм по регулированию отдельных сегментов рынка, мы отнесли правовые риски в группу рыночных рисков. Правовые риски в целом возникают в связи с незнанием или неполной осведомленностью брокерских организаций относительно юридических аспектов маржинальных сделок. Таким образом, и противоречивое законодательство, и правовые (преднамеренные или случайные) ошибки брокерских организаций должны

быть учтены и поддаются управлению со стороны брокеров при заключении ими маржинальных сделок.

Следующая группа рисков, связанных с заключением маржинальных сделок брокерскими организациями, возникает в сфере обращения ценных бумаг, которые используются брокерами в качестве залога. В данную группу входят риски торговых площадок, урегулирования расчетов, операционный риск и риски регистраторов и депозитариев.

Риски торговых площадок (риски биржевых сбоев) несмотря на бурное развитие биржевой и внебиржевой инфраструктуры встречается нередко на российском финансовом рынке. По данным инвестиционного холдинга ЗАО «ФИНАМ», только за первое полугодие 2014 года было зафиксировано не менее 5 технических сбоев на Московской фондовой бирже¹⁰⁹. В целом необходимо признать, что программное обеспечение российских организаторов торговли находится на мировом уровне, однако в течение торговых периодов нередко возникают сбои с отражением котировок, с выставлением и снятием заявок. В этих случаях брокерские организации могут понести существенные убытки при вынужденной реализации заложенных по маржинальным сделкам ценных бумаг.

Риск урегулирования расчетов – это риск финансовых потерь брокерской организации, которые возникают по причине сбоев в расчетах с контрагентами (заемщиками, организаторами торговли, депозитариями, регистраторами, клиринговыми палатами).

Операционный риск – это риск снижения уровня доходности брокерской организации в результате неадекватных, неэффективных или ошибочных процессов, действий персонала или систем, а также иных внешних факторов. Операционный риск возникает в результате отсутствия четкого регламента работы в брокерской организации, пренебрежения последними правилами риск-менеджмента, желанием извлечь спекулятивную прибыль от операций с ценными бумагами.

¹⁰⁹

<http://www.vedomosti.ru/newspaper/article/743401/pereplatili-za-skorost>

Мы предлагаем выделить следующие виды операционных рисков в деятельности брокерских организаций при заключении ими маржинальных сделок:

- 1) злоупотребления или противоправные действия, осуществляемые самими служащими или с участием служащих брокерской организации;
- 2) противоправные действия сторонних по отношению к брокерской организации лиц;
- 3) выход из строя оборудования или систем;
- 4) ненадлежащая организация деятельности, ошибки на стадиях управления или исполнения.

Операционный риск особенно актуален в отношении небольших брокерских организаций, которые не могут нести расходы на постоянный мониторинг, на оперативное поступление данных, на оценку обеспечения заемщиков по текущим, постоянно меняющимся рыночным ценам.

Риски регистраторов и депозитариев полностью или частично зависят от деятельности финансовых посредников, оказывающих услуги брокерским организациям, и неподконтрольны последним.

К группе технических рисков, связанных с маржинальными сделками, относятся риски временной приостановки торгов, изменения уровня маржи, списка маржинальных ценных бумаг, а также риски утраты контроля со стороны брокерской организации за величиной обеспечения.

Риск временной приостановки торгов актуализируется в том случае, если организатор торгов накладывает временные ограничения на обращение ценных бумаг, которые служат залогом по маржинальным сделкам в брокерских организациях. Данный риск вызывается резким снижением рыночного курса заложенных ценных бумаг с последующей остановкой торгов. Риск временной приостановки торгов связан с негативными последствиями, которые могут наступить после возобновления торговой сессии с ценовым разрывом.

Организатор торгов либо регулирующий орган вправе объявить о временной приостановке торгов в случаях экстремально высокой волатильности как отдельных ценных бумаг, так и всего рынка в целом. В период острой фазы финансового кризиса осенью 2008 года торги на российском фондовом рынке приостанавливались более трех десятков раз, причем некоторые остановки занимали по времени более суток¹¹⁰. Очевидно, что в подобных ситуациях рыночная стоимость заложенных в брокерской организации ценных бумаг резко снижается, что вынуждает ее либо потребовать от заемщика пополнения залога, либо возврата займа. Если же заемщик отказывается выполнить требование брокерской организации, последняя, как было отмечено ранее, получает легальное право реализовать заложенные ценные бумаги. Однако при этом нельзя исключить варианта критического для организации снижения рыночного курса заложенных ценных бумаг, в результате чего вырученные от их продажи средства не покроют сумму займа.

Риски изменения уровня маржи и списка маржинальных ценных бумаг заключается в возможных потерях брокерской организации в тех случаях, когда регулятор в административном порядке изменяет правила заключения маржинальных сделок (обычно – в случаях резкого повышения показателя волатильности фондового рынка). При этом брокерская компания может понести дополнительные убытки при досрочном закрытии маржинальных позиций тех клиентов, уровень маржи и наименование заложенных ценных бумаг не удовлетворяют новые требования регулятора.

Риск, связанный с утратой контроля со стороны брокерских организаций за уровнем обеспеченности займов, выданных под залог ценных бумаг, актуализируется в тех случаях, когда брокер допускает снижение рыночной стоимости ценных бумаг до уровня, который не позволяет компенсировать доход, а иногда и генерирует убытки брокерских организаций. Данный риск, однако, вызывается не систематическими

¹¹⁰Данные Московской фондовой биржи (www.micex.ru).

рыночными факторами, а техническими просчетами: путаницей, ошибками служб брокерских организаций и откровенно мошенническими действиями.

Итак, мы уточнили и охарактеризовали виды рисков брокерских организаций при заключении маржинальных сделок. По нашему мнению, авторская классификация рисков может быть использована регулирующими органами, саморегулируемыми организациями и риск-менеджментом брокерских организаций в целях построения эффективной системы управления рисками и создания реестра рисков.

Выявив и классифицировав риски, с которыми сталкиваются брокерские организации при заключении маржинальных сделок, мы переходим к проблеме выбора методов управления рисками.

Процесс управления рисками включает в себя несколько этапов. Медведева А.М. считает, что процесс управления рисками начинается с «формирования концепции управления рисками предприятия»¹¹¹. В своей работе автор отмечает: «самое главное, что необходимо сделать на данном этапе, это принять решение: будет ли предприятие «бороться» с отдельными, самыми существенными рисками, либо со всеми рисками «в комплексе».

По мнению Доба Н. М.¹¹², процесс управления рисками заканчивается этапом выбора методов воздействия и стратегии, который он называет «влияние на риск».

Несколько иной точки зрения придерживается и Попова Т.А., которая выделяет следующие этапы процедуры управления рисками маржинальных сделок: постановка целей, идентификация и оценка риска, воздействие на риск и контроль риска¹¹³.

¹¹¹ Медведева, А.М. Управление рисками в системе сбалансированных показателей [Текст] / А.М. Медведева. – М.: Издательский дом «Наука», 2010. – С. 19.

¹¹² Доба, Н.М. Риск-менеджмент: конспект лекций [Текст] / Н.М. Доба. – Одесса: Наука и техника, 2009. – С.28.

¹¹³ Попова, Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – С. 12.

Мы разделяем точку зрения Поповой Т.А. и также полагаем, что итоговым этапом процедуры управления рисками маржинальных сделок является контроль риска. Тем не менее наиболее важным с практической точки зрения мы считаем именно этап воздействия на риск маржинальных сделок.

Таким образом, далее мы сконцентрируемся именно на последнем этапе процедуры управления рисками, а именно на выборе методов воздействия на риск маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

В учебнике “Управление рисками” под редакцией Черновой Г.В. и Кудрявцева А.А.¹¹⁴ выделяются два подхода к управлению рисками: методы трансформации рисков (метод отказа от риска, метод снижения частоты ущерба или предотвращения убытка, метод уменьшения размера убытков, метод разделения риска и метод аутсорсинга риска) и методы финансирования рисков (покрытие убытка из текущего дохода, покрытие убытка из резервов и пр.)

Попова Т.А. предлагает использовать один из следующих подходов к воздействию на риск маржинальной сделки¹¹⁵:

- стабилизационный подход: основан на сохранении структуры обеспечения после реализации брокером части обеспечения;
- оптимизационный подход. Брокер может улучшить структуру обеспечения с учетом рыночного риска и ликвидности ценных бумаг.

Соглашаясь в целом с позицией автора, мы, тем не менее, считаем, что наиболее эффективным методом управления рисками маржинальных сделок является лимитирование концентрации риска. Данный подход имеет важное преимущество перед другими, а именно – направлен на недопущение кризисной ситуации, в результате которой брокерская организация может понести серьезные убытки. Кроме того, лимитирование концентрации риска

¹¹⁴ Чернова, Г.В. Управление рисками: Учебник [Текст] / Под редакцией Г.В. Черновой и В.А. Кудрявцева. – М.: ТК Велби, Проспект, 2005. – С. 91-101.

¹¹⁵ Попова, Т.А. Оценка рисков брокера при осуществлении маржинального кредитования: диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – С. 16.

охватывает все виды рисков маржинальных сделок, описанные нами ранее, а не только выявленные Поповой Т.А. кредитный, рыночный, операционный риски и риск ликвидности. Преимущество авторского подхода заключается также в привязке методики управления рисками к уникальным особенностям конкретной брокерской организации, в которой данная методика внедряется.

Лимитирование концентрации риска – это установление лимита. Этот метод используется обычно по тем видам рисков, которые выходят за пределы их допустимого уровня, т.е. по операциям, осуществляемым в зоне критического или катастрофического риска¹¹⁶.

По нашему мнению, лимиты, которые необходимо использовать при проведении маржинальных операций, необходимо группировать по следующим критериям:

- 1) по размеру активов заемщика, используемых при маржинальных сделках;
- 2) по условиям проведения маржинальных сделок.

По размеру активов, используемых при маржинальных сделках, можно выделить следующие лимиты:

- лимит денежных средств брокера, выделяемых для проведения маржинальных сделок;
- лимит ценных бумаг брокера, выделяемых для проведения маржинальных сделок.

Указанные лимиты рассчитывается в долях. Лимит денежных средств, выделяемых для проведения маржинальных сделок – это определенная доля денежных средств, находящихся на клиентских счетах брокера. Соответственно, лимит ценных бумаг брокера, выделяемых для проведения маржинальных сделок – это определенная доля ценных бумаг клиентов брокерской организации.

¹¹⁶ Иода, Е.В. Управление предпринимательскими рисками [Текст] / Е.В. Иода, Ю.В. Иода, Л.Л. Мешкова, Е.Н. Болотина. – Тамбов: Изд-во Тамбов. гос. техн. ун-та, 2002. – С 22.

Лимитирование денежных средств и ценных бумаг, выделяемых для заключения маржинальных сделок, позволяет ограничить активы, которые могут быть потеряны брокером в случае системного кризиса на рынке ценных бумаг и использованы клиентами для искусственного падения рынка в случае массового закрытия маржинальных позиций.

По причине коммерческой тайны наше исследование количественных характеристик маржинальных сделок, совершаемых профессиональными участниками рынка ценных бумаг Саратовской области, не позволило нам определить лимиты денежных средств и ценных бумаг, которые брокеры выделяют на данные операции. По этой причине конкретные показатели лимитов мы предлагаем рассчитывать по аналогии с обязательными нормативами банков, устанавливаемыми Банком России¹¹⁷.

Используя норматив достаточности капитала банка, который характеризует способность банка нивелировать возможные финансовые потери за свой счет, не в ущерб своим клиентам (минимальное его значение, установленное регулятором, равно 10%), мы предлагаем установить лимит денежных средств и ценных бумаг брокера, выделяемых для проведения маржинальных сделок, на уровне 10 %. Установление лимита на данном уровне ограничит рост объемов маржинальных сделок брокерской организации без роста ее собственного капитала, что снизит риск финансовых потерь брокера в случае резкого ухудшения рыночной конъюнктуры и вынужденной продажи заложенных ценных бумаг.

По условиям проведения маржинальных сделок брокер может лимитировать следующие нормативные показатели:

- начальный уровень маржи – начальная маржа;
- минимальный уровень маржи – критическая маржа при проведении внутридневных маржинальных сделок.

¹¹⁷ Инструкция Банка России от 03.12.2012 г. N 139-И «Об обязательных нормативах банков» (в редакции от 06.04.2015).

Кроме того, лимитирование условий маржинальных сделок может включать следующие ограничения для заемщиков:

1. по списку ценных бумаг, принимаемых в расчет обеспечения при проведении маржинальных сделок (в частности, брокер может ограничивать список ценных бумаг, под обеспечение которых может быть выдан маржинальный заем, а также список ценных бумаг, которые клиент может приобрести на заемные средства);

2. лимит величины стоимости активов, предлагаемых одному заемщику для проведения маржинальных сделок (данный лимит должен быть введен в рамках системы персонального лимитирования заемщиков. Он необходим для регулирования маржинальной активности клиентов, а также в случае ограниченных маржинальных активов брокера); предлагаемый нами размер лимита составляет 25 %, что соответствует значению аналогичного показателя в банковском регулировании;

3. лимит предельного возможного отклонения цены маржинальной заявки от цен лучших предложений на покупку и продажу. Данный лимит необходим для предотвращения “замораживания” заемщиками маржинальных ресурсов брокера при выставлении маржинальной заявки клиентом вне рынка, т.е. неисполняемой заявки за пределами данного лимита, что может происходить в условиях бесплатного проведения маржинальных операций в течение одной торговой сессии). Величина данного лимита должна зависеть от показателя исторической волатильности ценных бумаг, в отношении которых выставлена маржинальная заявка. Так, например, если историческая волатильность не превышает 5 % в день, то исполнение маржинальной заявки, имеющей отклонение от лучших цен спроса и предложения более чем на 5 %, из чего следует, что выставление данной заявки нецелесообразно. Соответственно, мы предлагаем установить лимит предельного отклонения маржинальной заявки от лучших предложений на покупку и на продажу в зависимости от показателя волатильности. Методика расчета данного показателя приведена нами во

второй главе настоящего исследования.

Итак, мы предложили метод лимитирования концентрации рисков как наиболее эффективный метод управления рисками маржинальных сделок. Данный метод охватывает лимитирование таких показателей деятельности брокерской компании как лимит денежных средств и ценных бумаг брокера, выделяемых для проведения маржинальных сделок, начальный уровень маржи и минимальный уровень маржи, а также лимиты по ценным бумагам и величины стоимости активов на одного заемщика.

Выводы

1) Выделены три группы рисков маржинального сегмента рынка ценных бумаг: рыночные риски, риски в области обращения ценных бумаг и технические риски. В группу рыночных рисков относятся риски изменения правил регулирования деятельности брокерских организаций, риски изменения процентной ставки, риски волатильности, риски ликвидности и правовые риски. К группе рисков в области обращения ценных бумаг относятся риски торговых площадок, риски урегулирования расчетов, операционный риск, риски регистраторов и депозитариев. Группа технических рисков включает в себя риски временной приостановки торгов, изменения уровня маржи, списка маржинальных ценных бумаг и риски утраты контроля со стороны брокерской организации за величиной обеспечения.

2) Наиболее эффективным методом управления рисками маржинальных сделок является лимитирование концентрации риска. Лимиты, которые необходимо использовать при проведении маржинальных операций, группируются по следующим критериям: по размеру активов заемщиков, используемых при маржинальных сделках, и по условиям проведения маржинальных сделок.

3.2. Основные направления регулирования сегмента маржинальных сделок, обусловленные проблемами его развития

Либерализация законодательства в сфере финансовых рынков, доминировавшая в последние 20 лет, привела к более масштабному использованию финансовыми институтами финансового левириджа. При этом Россия не стала исключением из данной общемировой тенденции. Более того, события, произошедшие на российском рынке ценных бумаг 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%¹¹⁸. 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 рынка ценных бумаг.

Среди внутренних факторов, оказавших наибольшее давление на котировки российских акций, можно назвать проблемы регулирования маржинального сегмента рынка. Как уже было отмечено ранее, к началу кризиса доля сделок, в которых использовался заемный капитал, на российском рынке ценных бумаг 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

¹¹⁸

Подсчитано автором по данным ЗАО «Финам».

многочисленных дефолтов по корпоративным облигациям и кратного снижении котировок низколиквидных акций на российском рынке ценных бумаг образовался кризис неплатежей, что и привело к описанным выше драматичным последствиям.

В этих условиях регулирующий орган российского рынка ценных бумаг оказался неспособен оперативно воздействовать на участников торгов и профессиональных участников рынка. Таким образом, проблема регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг остается одной из наиболее актуальных в обеспечении его эффективного функционирования.

Следует отметить, что в настоящее время в стране проходят сложные процессы преобразования органов регулирования финансового рынка.

1 сентября 2013 года прекратила свое многолетнее существование Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР) – орган, регулирующий деятельность профессиональных участников рынка ценных бумаг, а также страхового рынка. Функции ФСФР в полном объеме переданы новому мегарегулятору – Банку России.

Реформирование системы регулирования российского финансового рынка должно пройти в два этапа. На первом этапе, согласно закону, Банку России предоставляются полномочия по контролю и надзору за деятельностью некредитных финансовых организаций, в том числе участников рынка ценных бумаг, субъектов страхового дела и микрофинансовых организаций, за деятельностью бирж, инвестиционных и пенсионных фондов, а также обязанности по контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования пенсионных накоплений.

Федеральным законом предусматривается также передача Банку России ряда полномочий Минфина России и Правительства Российской Федерации по нормативному регулированию финансового рынка. Банк России наделяется правом издавать нормативные акты, регулирующие отношения в указанной сфере.

С технической точки зрения ФСФР преобразуется в Службу по финансовому рынку при Банке России, которая будет подчиняться председателю Банка России. Структура Службы по финансовому рынку будет соответствовать структуре упраздненной ФСФР. При этом все сотрудники экс-ФСФР переходят на работу в Банк России.

На втором этапе реформы планируются структурные перестановки в самом Банке России и, в частности, в Службе по финансовому рынку. В составе Банка России будет по аналогии и по тем же принципам, что и комитет по банковскому надзору, создан комитет финансового надзора. Новой структуре планируется передать функции по надзору, регулированию и лицензированию организаций национального финансового рынка. Кроме того, комитет финансового надзора будет контролировать сделки, имеющие признаки манипулирования ценами на рынке, а также корпоративное управление.

Комитет по денежно-кредитной политике Банка России получит на втором этапе реформы системы регулирования финансовым рынком полномочия по регулированию фондовых бирж, центрального депозитария, центрального контрагента и рыночных инструментов. Надзор за страховым рынком будет слит с надзором и регулированием прочих финансовых структур в комитете финансового надзора.

Далее, на втором этапе реформы планируется передать единый финансовый мониторинг и IT-подразделения Банка России в непосредственное подчинение заместителей председателя правления Банка России. Юридический, кадровый департаменты, департамент бухгалтерского учета и отчетности станут едиными для всех подразделений Банка России. Соответствующие подразделения регулятора усилиями региональных сотрудников экс-ФСФР будут уполномочены инспектировать все финансовые организации. В итоге, в соответствии с намеченными планами, структура нового мегарегулятора будет полностью оптимизирована к 1 января 2016 года.

В связи с расширением функций Банка России повышается статус Национального банковского совета, который переименовывается в Национальный финансовый совет. При этом срок полномочий Председателя Банка России увеличивается с четырех до пяти лет.

Кроме того, устанавливается переходный период. Например, до вступления в силу соответствующих нормативных актов Банка России будут применяться нормативные правовые акты Правительства РФ и нормативные правовые акты федеральных органов исполнительной власти РФ, принятые до вступления в силу рассматриваемого закона.

Помимо этого, лицензии, разрешения, аттестаты, выданные ФКЦБ России, ФСФР России, Комиссией по товарной бирже, Инспекцией негосударственных пенсионных фондов при Минтруде России, Росстрахнадзором, а также статусы некредитных финансовых организаций, которыми они были наделены, будут действительны до окончания срока их действия.

Если указанные лицензии, разрешения, аттестаты выданы, а статусы некредитных финансовых организаций присвоены без ограничения срока действия, то они действуют бессрочно. При переоформлении лицензии, разрешения, аттестата будет выдаваться лицензия Банка России.

Таким образом, в сферу ответственности нового регулятора попадают как действующие кредитные организации (на 1 июля 2013 года их насчитывалось 956¹¹⁹), так и иные финансовые посредники. Стоит отметить, что число небанковских финансовых организаций значительно (на несколько порядков) превышает число коммерческих банков, которым ранее ограничивалась сфера ответственности Банка России. Так, к июлю 2013 года ФСФР обладала регулятивными и надзорными полномочиями в отношении более чем 8 000 финансовых организаций без учета депозитариев,

¹¹⁹<http://www.klerk.ru/bank/news/329328/>

брокерских компаний, дилеров на рынке ценных бумаг и прочих профессиональных участников российского фондового рынка¹²⁰.

До создания мегарегулятора маржинальные сделки в России регулировались в соответствии с утратившим силу Приказом ФСФР России от 8 августа 2013 г. № 13-71/пз-н «Об утверждении единых требований к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов»¹²¹.

С марта 2014 года деятельность брокерских компаний по совершению маржинальных сделок регулируется Указанием Банка России от 18 апреля 2014 г. № 3234-У "О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов"¹²². Данное Указание устанавливает единые требования к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов, регулирующие брокерскую деятельность в части совершения сделок с денежными средствами и (или) ценными бумагами, которые находятся в распоряжении брокера или должны поступить в его распоряжение, и предназначены для совершения указанных сделок в соответствии с договором о брокерском обслуживании.

В связи с вступлением в силу изменений в законодательстве, с 27 марта 2014 года изменился порядок контроля брокерскими организациями рисков маржинальных сделок. Главным нововведением Указания Банка России стала градация уровня риска клиентов брокерской организации. В соответствии с договором о брокерском обслуживании клиент брокера может быть отнесен к следующим категориям клиентов: клиент со стандартным уровнем риска, клиент с повышенным уровнем риска и клиент с особым уровнем риска.

Если в соответствии с договором о брокерском обслуживании клиент брокера не отнесен к категории клиентов с повышенным уровнем риска или к

¹²⁰Составлено автором на основании данных официального сайта ФСФР www.fcsm.ru¹²¹<http://www.naufor.ru/tree.asp?n=10555>¹²²<http://ivo.garant.ru/SESSION/PILOT/main.htm>

категории клиентов с особым уровнем риска, этот клиент считается отнесенным к категории клиентов со стандартным уровнем риска.

В соответствии с анализируемым Указанием Банка России физические лица могут быть отнесены только к категории клиентов со стандартным уровнем риска или к категории клиентов с повышенным уровнем риска. При этом к категории клиентов с повышенным уровнем риска могут быть отнесены физические лица при соблюдении одного из следующих условий:

1) сумма денежных средств физического лица (в том числе иностранной валюты), учитываемая по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по денежным средствам, и стоимость ценных бумаг клиента, учитываемых по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по ценным бумагам, фьючерсным контрактам и опционам, составляет не менее трех миллионов рублей по состоянию на день, предшествующий дню, с которого это лицо считается отнесенным к категории клиентов с повышенным уровнем риска;

2) сумма денежных средств (в том числе иностранной валюты) физического лица, учитываемая по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по денежным средствам, и стоимость ценных бумаг клиента, учитываемая по счету внутреннего учета расчетов с клиентом по ценным бумагам, фьючерсным контрактам и опционам, составляет не менее 600 000 рублей по состоянию на день, предшествующий дню, с которого это лицо считается отнесенным к категории клиентов с повышенным уровнем риска. При этом физическое лицо является клиентом брокера в течение последних 180 дней, предшествующих дню принятия указанного решения, из которых не менее пяти дней за счет этого лица брокером заключались договоры с ценными бумагами или договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами.

Указанием Банка России внедрены и новые показатели риска. При этом расчет старого показателя – уровня маржи – более не осуществляется. К новым показателям риска, которые рассчитываются по плановому портфелю

Клиента $T+x$ (где x – максимальный из диапазонов расчетов по заключенным брокерской организацией в интересах клиента сделкам) относятся:

1) стоимость портфеля – ликвидационная стоимость портфеля клиента, рассчитываемая как сумма денежных средств и оценка по рыночной цене ценных бумаг, входящих в плановый портфель клиента и включенных брокером в список ликвидных ценных бумаг. Список ликвидных ценных бумаг устанавливается брокером самостоятельно и публикуется на его официальном сайте;

2) начальная маржа – «верхняя» оценка риска портфеля ликвидных ценных бумаг, рассчитываемая на основе коэффициентов дисконтирования, определяемых брокером самостоятельно;

3) минимальная маржа – «нижняя» оценка риска портфеля ликвидных ценных бумаг, рассчитываемая на основе коэффициентов дисконтирования, определяемых брокером самостоятельно;

4) скорректированная маржа – рассчитывается аналогично начальной марже, но при определении состава планового портфеля клиента считаются исполненными все активные заявки клиента.

Указанием Банка России устанавливаются также требования к соотношению показателей риска при маржинальных сделках. Так, стоимость портфеля клиента должна превышать значение начальной маржи. Маржинальные сделки, результат которых приведет к снижению стоимости портфеля ниже значения начальной маржи, проводить нельзя. Если, в силу неблагоприятного для клиента изменения цен на рынке, стоимость портфеля становится ниже значения начальной маржи, брокер отправляет клиенту уведомление о необходимости доведения средств под обеспечение маржинальной сделки, а также о возможном принудительном закрытии, если стоимость портфеля окажется ниже минимальной маржи. Если стоимость портфеля опускается ниже значения минимальной маржи, брокер заключает сделки принудительного закрытия позиций клиента.

Относительный показатель – уровень достаточности средств (УДС) позволяет отслеживать текущее соотношение стоимости портфеля и величин начальной и минимальной маржи. Данный показатель рассчитывается по формуле:

$$\text{УДС} = \frac{\text{Стоимость портфеля} - \text{Минимальная маржа}}{\text{Начальная маржа} - \text{Минимальная маржа}}$$

УДС должен быть больше 1. Нельзя совершать операции, приводящие к снижению УДС ниже 1. Если $\text{УДС} < 0$, брокер осуществляет принудительное закрытие позиций клиента.

Отдельно Указанием Банка России регламентируются маржинальные сделки для клиентов брокерских компаний с повышенным уровнем риска (КПУР). Клиенты, отнесенные к категории КПУР, отличаются от клиентов со стандартным уровнем риска меньшими коэффициентами дисконтирования, используемыми при расчете начальной и минимальной маржи.

Итак, неоспоримым преимуществом Указания Банка России № 3234-У "О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов" является градация потенциальных заемщиков брокерской компании (участников маржинальных сделок), а также формализация алгоритма расчета начального и минимального уровня маржи. Однако, данное Указание не решает, на наш взгляд, целый комплекс проблем, связанных с функционированием маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

По нашему мнению, наибольшую актуальность имеют следующие проблемы маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг:

- 1) отсутствие дифференцированного подхода к брокерским компаниям в зависимости от потенциальных рисков маржинальных сделок, которые они заключают со своими клиентами;

- 2) отсутствие регламента пополнения торгового счета клиентом брокерской компании в случае угрозы принудительного закрытия

маржинальных позиций;

3) несовершенство процедуры временной приостановки торгов организатором торговли по причине экстремальной волатильности котировок;

4) отсутствие механизма дифференциации величины финансового рычага, доступного профессиональным участникам рынка, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Рассмотрим перечисленные выше проблемы маржинального сегмента российского рынка ценных бумаг более детально и обоснуем регулирующие действия Банка России по их решению.

Отсутствие дифференцированного подхода к брокерским компаниям в зависимости от потенциальных рисков маржинальных сделок, которые они заключают со своими клиентами. В существующей на сегодняшний момент системе регулирования маржинальных сделок отсутствует дифференцированный подход регулятора к разным по качеству управления рискам брокерских компаний. Правила регулятора в части максимально разрешенного уровня начальной и минимальной маржи действуют применительно ко всем брокерским компаниям без исключения. Таким образом, каждый профессиональный участник, имеющий необходимый размер собственных средств и независимо от деловой репутации, количества клиентов, частоты нарушений в сфере финансовых рынков, имеет возможность предоставлять своим клиентам заемные средства в установленном регулятором порядке. При этом в одинаковых условиях находятся крупные федеральные компании с многотысячной клиентской базой и мелкие региональные участники рынка, подвергающие своих клиентов рискам неисполнения обязательств по маржинальным позициям.

Мы полагаем, что Банк России должен дифференцированно подходить к разным профессиональным участникам рынка ценных бумаг в части использования ими основных параметров маржинальных сделок – размера финансового рычага, уровня маржи, коэффициентов дисконтирования. В

качестве критериев дифференциации профессиональных участников, на наш взгляд, должны выступать следующие параметры:

1) количество нарушений требований регулятора. Серьезные нарушения требований регулятора (манипулирование ценами, значительное превышение существующего значения допустимого финансового рычага, снижение размера собственного капитала) должны караться запретом на совершение маржинальных сделок для данного профессионального участника на определенный срок;

2) размер собственных средств. В соответствии с существующим законодательством, профессиональный участник рынка, желающий предоставлять своим клиентам услугу по маржинальной торговле, обязан обладать собственными средствами в размере не менее 35 млн. рублей¹²³. Данный порог преодолевают многие региональные брокерские компании, федеральные же брокеры практически в полном объеме удовлетворяют этому требованию. При этом на федеральном уровне есть компании, размер собственных средств которых кратно превышает данный лимит. Для этой группы компаний, среди клиентов которых преобладают средние и крупные, требования регулятора в отношении маржинальных сделок должны быть менее строгими. В данном случае мы предлагаем ввести градацию профессиональных участников по объему собственным средств. Чем более крупных клиентов они обслуживают, тем больший размер финансового рычага должен быть доступен для данного профессионального участника рынка ценных бумаг.

Отсутствие регламента пополнения торгового счета клиентом брокерской компании в случае угрозы принудительного закрытия маржинальных позиций. Произвольный подход к требованиям относительно времени и способов пополнения торгового счета приводит к тому, что брокерская компания нередко без предупреждения осуществляет

¹²³ Указание Банка России от 21.07.2014 N 3329-У "О требованиях к собственным средствам профессиональных участников рынка ценных бумаг и управляющих компаний инвестиционных фондов, паевых инвестиционных фондов и негосударственных пенсионных фондов"

принудительное закрытие позиций клиентов, вызывая тем самым дополнительное давление на рынок ценных бумаг. Кроме того, если речь идет о низколиквидных ценных бумагах, то принудительное закрытие может сопровождаться конфликтом интересов – брокер имеет возможность сначала реализовать собственные ценные бумаги по высоким ценам и позже, когда цены уже упали, продать клиентские активы.

Выделенный нами недостаток в регулировании маржинальных сделок сказывается также на произвольном характере закрытия маржинальных позиций, в результате чего клиенты брокерской компании нередко не успевают довести денежные средства для пополнения счета или осуществляют данную операцию в неприемлемой для брокера форме.

Процедура принудительного закрытия маржинальных позиций, предложенная нами во второй главе работы, может служить основой для разработки соответствующего типового регламента Центрального Банка России.

Несовершенство процедуры временной приостановки торгов организатором торговли по причине экстремальной волатильности котировок. Несовершенство данной процедуры влечет за собой рост неопределенности на рынке и, как следствие, усиление давления со стороны продавцов ценных бумаг на рынок в целом.

По правилам, установленным регулятором, торги на российской фондовой бирже приостанавливаются на час, если индекс ММВБ снижается на 15 %¹²⁴. Однако на практике, как показал опыт 2008 года, после обозначенного снижения индекса может пройти несколько часов прежде, чем торги будут приостановлены.

Другая проблема кроется в том, что по низколиквидным ценным бумагам, не входящим в список “голубых фишек”, вообще отсутствует регламент остановки торгов. В результате низколиквидные ценные бумаги могут испытать снижение или рост на 10, 20 и даже более процентов в

¹²⁴<http://www.micex.ru/markets/stock/organization/monitoring/516>

течение одной торговой сессии.

Очевидно, что указанные факторы приводят к нарушению механизмов управления рисками маржинальных сделок. Промедление с остановкой торгов приводит к росту числа принудительных закрытий маржинальных позиций, что в свою очередь, повышает волатильность рынка. А отсутствие установленных границ для роста и падения рыночных курсов низколиквидных ценных бумаг приводит к актуализации риска ликвидности по маржинальным позициям.

Мы предлагаем следующие нововведения в регламентацию временной приостановки торгов на российском рынке:

1) ввести автоматический запрет на продажу (как маржинальную, так и нет) ценных бумаг при снижении индекса или отдельной ценной бумаги на 5 % и запрет на покупку ценных бумаг при росте индекса или отдельной ценной бумаги на 5 %. При этом обратные действия (покупка при снижении индекса и продажа при его росте) не должны быть запрещены, что, во-первых, оставляет возможность для закрытия позиций и, во-вторых, оставляет шанс на обратное движение рынка;

2) при снижении фондового индекса на 5 % внедрить временную остановку торгов на один час, после чего происходит смещение допустимого ценового диапазона в направлении движения индекса.

Отсутствие механизма дифференциации величины финансового рычага, доступного профессиональным участникам рынка, в зависимости от рыночной конъюнктуры.

В период острой фазы кризиса на российском фондовом рынке осенью 2008 года ФСФР сначала временно ограничила совершение маржинальных сделок, а впоследствии, сняв ограничения на использование заемного капитала, лимитировала максимальный размер финансового рычага соотношением 1 к 1, независимо от квалификации участника торгов. При этом к моменту введения временного запрета на маржинальные сделки большая часть технического обвала рынка (вызванного принудительными

закрытиями брокерами маржинальных позиций своих клиентов) уже произошла – индекс РТС снизился с отметки 2 500 до 1 000 пунктов (в 2,5 раза)¹²⁵. Кроме того, решение ФСФР о запрете маржинальных сделок, сделок РЕПО и замораживании расчетов по данному виду сделок для многих участников рынка оказалось неожиданным, в результате чего брокеры и инвесторы понесли серьезные финансовые потери и не смогли выполнить обязательства перед своими контрагентами. Таким образом, мы видим, что отсутствие дифференциации размера финансового рычага в зависимости от показателя волатильности рынка и использование вместо этого запретительных мер на совершение маржинальных сделок сказывается на росте вероятности актуализации системного риска, что требует разработки и внедрения более прозрачной, предсказуемой и гибкой схемы по изменению размера максимально доступного финансового рычага для профессиональных участников рынка.

Ввиду многочисленных проблем, с которыми сталкиваются участники торгов и брокерские компании после непредсказуемых решений регулятора об изменении уровня маржи, списка маржинальных ценных бумаг, временной приостановки и возобновления маржинальных сделок, запрета на расчеты по сделкам РЕПО, мы предлагаем разработать и использовать на постоянной основе жесткие правила реализации указанных решений.

При разработке таких правил мы исходили из того, что на все вышеописанные решения регулятора влияет одна равнодействующая многочисленных факторов – волатильность рыночных котировок акций и фондового индекса в целом. Очевидно, что чем выше волатильность рынка, тем больше потенциал системного риска маржинальных сделок, а также других видов выделенных нами ранее рисков – риска ликвидности, временной приостановки торгов, экстремальных убытков, изменения уровня маржи и пр. В этой связи остро стоит задача определения границы волатильности фондового индекса в целом и отдельных ценных бумаг в

¹²⁵Рассчитано автором по данным ЗАО “Финам” (www.finam.ru).

частности, превышение которой автоматически повлечет за собой снижение допустимого уровня финансового рычага. В качестве такого порогового значения волатильности мы предлагаем использовать значение 5 % в течение одной торговой сессии или 10 % в течение трех торговых сессий подряд. При изменении рыночного курса ценной бумаги или фондового индекса в целом на 5 % в течение одного торгового дня или на 10 % в течение трех торговых сессий подряд размер финансового рычага должен автоматически быть снижен до соотношения 1 к 0,5, при этом обязательства по уже открытым маржинальным позициям должны быть исполнены в полном размере.

На наш взгляд, решение вышеобозначенных проблем позволит качественно улучшить функционирование сегмента маржинальных сделок рынка ценных бумаг России.

Таблица 10

Проблемы функционирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг и регулирующие действия Банка России по их решению

Проблема	Суть проблемы	Мероприятия Банка России по решению проблем	Конечная цель мероприятия
Отсутствие дифференцированного подхода к брокерам в зависимости от потенциальных рисков маржинальных сделок	Не учитывается частота нарушений правил совершения маржинальных сделок, деловая репутация и размер собственных средств брокеров, а также количество их клиентов	Дифференциация брокеров в зависимости от: 1) числа нарушений требований регулятора (полный запрет на совершение маржинальных сделок или запрет на определенный срок); 2) размера собственных средств и количества клиентов. При кратном превышении размера собственных средств и наличии крупных клиентов размер финансового рычага может быть повышен	Снижение рисков маржинальных сделок небольших брокерских компаний и брокеров, имеющих высокое число нарушений требований регулятора
Отсутствие регламента пополнения торгового счета	Произвольный подход брокеров к времени и способам	Разработка и утверждение единого регламента принудительной продажи ценных бумаг	Снижение рисков маржинального сегмента за счет большей

клиентом брокера в случае угрозы принудительного закрытия маржинальных позиций	пополнения торгового счета клиентами, закрытие маржинальных позиций без предупреждения клиентов		предсказуемости и планирования заемщиками своих действий в случае резкого снижения уровня маржи
Несовершенство процедуры временной приостановки торгов при высокой волатильности котировок ценных бумаг	Рост неопределенности и на рынке и усиление давления со стороны продавцов на рынок в целом	1) автоматический запрет на продажу/покупку ценных бумаг при снижении/росте индекса или отдельной ценной бумаги на 5 %. Обратные действия (покупка/продажа при снижении/росте индекса) не должны быть запрещены; 2) временная остановка торгов на один час в случае изменения фондового индекса на 5 % в течение одного торгового дня	Снижение неопределенности на фондовом рынке за счет повышения предсказуемости действий регулирующих органов
Отсутствие механизма дифференциации и величины финансового рычага в зависимости от рыночной конъюнктуры	Не определены границы волатильности фондового индекса и отдельных ценных бумаг, превышение которых повлечет снижение допустимого уровня маржи	Установление порогового значения волатильности 5 % в течение одной торговой сессии или 10 % в течение трех торговых сессий подряд. При превышении порогового значения размер финансового рычага снижается до соотношения 1 к 0,5, а обязательства по уже открытым маржинальным позициям должны быть исполнены в полном размере	Уменьшение негативного влияния маржинального сегмента фондового на общерыночную конъюнктуру

Выводы

1. Проблема регулирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг является одной из наиболее актуальных в обеспечении его эффективного функционирования. Действующее Указание Банка России "О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов" не

решает целый комплекс проблем, связанных с функционированием маржинальных сделок на российском рынке ценных бумаг.

2. Регулирующие действия Банка России по совершенствованию функционирования сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг должны быть связаны с дифференциацией брокеров в зависимости от потенциальных рисков маржинальных сделок, унификацией процедуры принудительной продажи ценных бумаг, разработкой регламента приостановки биржевых торгов при экстремально высокой волатильности котировок ценных бумаг и установлением порогового значения волатильности ценных бумаг для дифференциации величины финансового рычага.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Проведенное исследование позволяет сформулировать следующие выводы.

1. Сегмент маржинальных сделок – это составная часть рынка ценных бумаг, на которой осуществляются сделки с использованием заемных активов брокеров. Специфика функционирования данного сегмента определяется особенностями маржинальных сделок.

Маржинальные сделки – это разновидность сделок, совершаемых на рынке ценных бумаг, в которой займодавцами выступают профессиональные участники рынка ценных бумаг, имеющие лицензию на осуществление брокерской деятельности, а заемщиками – клиенты брокеров, открывшие брокерские счета. Заем представляется под залог активов заемщика (денежные средства и/или ценные бумаги), находящихся на брокерском счете у займодавца, как денежными средствами, так и ценными бумагами и может носить как целевое (спекулятивная покупка или продажа ценных бумаг), так и нецелевое (удовлетворение любых потребностей заемщика) назначение. Особенности маржинальных сделок: постоянный расчет и поддержание ограничительного уровня маржи, повышенная волатильность объекта залога – ценных бумаг и возможность их принудительной продажи брокером, необходимость наличия специализированной инфраструктуры рынка ценных бумаг (фондовые биржи, депозитарии, регистраторы).

2. Классификация маржинальных сделок позволяет структурировать существующие между ними взаимосвязи. Маржинальные сделки могут быть классифицированы в зависимости от фиксации сроков займа, возможности вывода денежных средств с брокерского счета, степени ликвидности закладываемых ценных бумаг, целевого назначения сделок, вида заемных средств.

3. Тенденции развития сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг проявляются в следующем: рост доли маржинальных

сделок в общем биржевом обороте, большая чувствительность маржинальных сделок к кризисным явлениям на рынке, расширение модификаций и новаций в маржинальных сделках, увеличение максимальной суммы займов во всех разновидностях маржинальных сделок.

4. Разработан методический инструментарий по совершенствованию технологии осуществления маржинальных сделок под залог ценных ценных бумаг, касающийся процедур листинга закладываемых ценных бумаг, дисконтирования ценных бумаг и принудительной продажи ценных бумаг.

Методика листинга ценных бумаг в маржинальных сделках предполагает исключение из списка закладываемых ценных бумаг неэмиссионных ценных бумаг и долговых ценных бумаг, срок погашения которых превышает срок займа, а также накладывает запрет на использование в качестве обеспечения необращающихся ценных бумаг.

Коэффициент дисконтирования позволяет корректировать рыночную стоимость закладываемых ценных бумаг в маржинальных сделках. При расчете коэффициента дисконтирования целесообразно учитывать показатели волатильности и ликвидности ценных бумаг, а также срок займа. Ликвидность закладываемых ценных бумаг должна быть ранжирована в зависимости от объема торгов ими на Московской фондовой бирже и установления по ценным бумагам соответствующего поправочного коэффициента.

Регламент принудительной продажи ценных бумаг в маржинальных сделках позволяет формализовать данную процедуру и минимизировать риски брокера. Авторский вариант регламента включает 9 пунктов: понятие принудительной продажи ценных бумаг, основания принудительной продажи ценных бумаг, информирование заемщика о риске принудительной продажи ценных бумаг, дата осуществления принудительной продажи ценных бумаг, выбор брокером ценных бумаг для принудительной продажи, особенности принудительной продажи ценных бумаг к дате фиксации реестра акционеров, оценка стоимости портфеля заемщика после

принудительной продажи ценных бумаг, принудительная продажа ценных бумаг при прекращении договора займа, законодательные ограничения на принудительную продажу ценных бумаг.

Предложенный алгоритм взаимодействия структурных подразделений брокерских организаций по принудительной продаже ценных бумаг позволяет повысить эффективность данной операции за счет снижения временных задержек при передаче информации между подразделениями и оперативного реагирования ими на изменения конъюнктуры рынка ценных бумаг.

5. Риски маржинального сегмента рынка ценных бумаг подразделяются на три группы: рыночные риски (риски изменения правил регулирования деятельности брокерских организаций, риски изменения процентной ставки, риски волатильности, риски ликвидности и правовые риски), риски в области обращения ценных бумаг (риски торговых площадок, риски урегулирования расчетов, операционный риск, риски регистраторов и депозитариев и риски временной приостановки торгов) и технические риски (риски неисполнения обязательств со стороны брокера и риски утраты контроля со стороны брокера за величиной обеспечения). Наиболее эффективным методом управления рисками маржинальных сделок является лимитирование концентрации риска. Предложенная в диссертации система лимитирования группирует лимиты, которые необходимо использовать при проведении маржинальных операций, по размеру активов брокеров, используемых при маржинальных сделках, и по условиям проведения маржинальных сделок.

6. Обоснованы направления регулирования маржинальных сделок мегарегулятором российского финансового рынка – Банком России. Они сводятся к следующему: дифференциация брокеров в зависимости от потенциальных рисков маржинальных сделок, унификация процедуры принудительной продажи ценных бумаг, разработка регламента приостановки биржевых торгов при экстремально высокой волатильности

котировок ценных бумаг и установление порогового значения волатильности ценных бумаг для дифференциации величины финансового рычага.

По мнению диссертанта, разработанные в диссертации теоретические положения и обоснованные конкретные практические рекомендации будут способствовать более эффективному функционированию сегмента маржинальных сделок российского рынка ценных бумаг.

Список использованной литературы

Официальные и нормативные документы

1. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая: Федеральный закон РФ от 30 ноября 1994 г. № 51-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

2. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть вторая: Федеральный закон РФ от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

3. О банках и банковской деятельности: Федеральный закон РФ от 2 декабря 1990 г. № 395-1 (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

4. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации в связи с передачей Центральному банку Российской Федерации полномочий по регулированию, контролю и надзору в сфере финансовых рынков: Федеральный закон РФ от 23 июля 2013 г. № 251-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

5. О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов, а также признании утратившими силу отдельных нормативных правовых актов Федеральной службы по финансовым рынкам: Приказ ФСФР РФ от 8 августа 2013 г. № 13-71/пз-н // СПС Консультант Плюс.

6. О единых требованиях к правилам осуществления брокерской деятельности при совершении отдельных сделок за счет клиентов: Указание Центрального банка Российской Федерации от 18 апреля 2014 г. № 3234-У // СПС Консультант Плюс.

7. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ // СПС Консультант Плюс.

8. О лицензировании отдельных видов деятельности: Федеральный закон РФ от 4 мая 2011 г. № 99-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

9. О потребительском кредите: Федеральный закон РФ от 21 декабря 2013 г. № 353-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

10. О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма: Федеральный закон РФ от 7 августа 2001 г. № 115-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

11. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон РФ от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

12. О саморегулируемых организациях: Федеральный закон РФ от 1 декабря 2007 г. № 315-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

13. О типичных банковских рисках: Указание оперативного характера Банка России от 23 июня 2004 г. № 70-Т // СПС Консультант Плюс.

14. О Центральном банке Российской Федерации (Банке России): Федеральный закон РФ от 10 июля 2002 г. № 86-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

15. Об акционерных обществах: Федеральный закон РФ от 26 ноября 1995 г. № 208-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

16. Об изменении и признании утратившими силу некоторых актов Правительства Российской Федерации по вопросам лицензирования отдельных видов деятельности: Постановление Правительства Российской Федерации от 14 декабря 2006 г. № 767 (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

17. Об организованных торгах: Федеральный закон РФ от 21 ноября 2011 г. № 325-ФЗ (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

18. Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/ или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (мажинальных сделок): Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 г. № 06-24/пз-н (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

19. Об утверждении Положения о критериях ликвидности ценных бумаг: Приказ ФСФР РФ от 7 марта 2006 г. № 06-25/пз-н (с последующими изменениями и дополнениями) // СПС Консультант Плюс.

20. Об утверждении положения о специалистах финансового рынка: Приказ ФСФР РФ от 28.01.2010 г. № 10-4/пз-н // СПС Консультант Плюс.

21. Стратегия развития финансового рынка РФ на период до 2020 года: Распоряжение Правительства РФ № 2043 от 29 декабря 2008 г. // СПС Консультант Плюс.

Научная и специальная литература

22. Абдрахманова, Г.Т. Слияния и поглощения в методологии банковского риск-менеджмента [Текст] / Г.Т. Абдрахманова // Вестник университета «Туран». – 2012. – № 1. – С. 43-48.

23. Абрамов, А. Кризис российского фондового рынка 2008 года: внешние факторы или внутренние механизмы ? [Текст] / А. Абрамов // Экономическая политика. – 2008. – № 6. – С. 125-152.

24. Абрамова, А. Риски российского финансового рынка [Текст] / А. Абрамова // Экономико-политическая ситуация в России. – 2011. – № 7. – С. 44-50.

25. Адамова, К.Р. Формирование учетно-расчетной инфраструктуры российского финансового рынка: внутренние интеграционные процессы и

место в глобальной фондовой архитектуре [Текст] / К.Р. Адамова // Финансы и кредит. – 2013. – № 15. – С. 63-79.

26. Альгин, А.П. Риск и его роль в общественной жизни [Текст] / А.П. Альгин. – М.: Мысль, 1989. – 187 с.

27. Анесянц, С.А. Основы функционирования рынка ценных бумаг [Текст] / С.А. Анесянц. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 144 с.

28. Андреева, Э.А. Инновации на рынке ценных бумаг [Текст] / Э.А. Андреева, М.Б. Казакова, А.С. Шнякин // Экономика и управление. – 2012. – № 11. – С. 113-117.

29. Асланян, Н.С. Современные тенденции развития фондового рынка России [Текст] / Н.С. Асланян // Академический вестник. – 2012. – № 4. – С. 124-127.

30. Астапов, К.Л. Модернизация инфраструктуры российского рынка ценных бумаг в соответствии с международными стандартами [Текст] / К.Л. Астапов // Деньги и кредит. – 2014. – № 3. – С. 27-34.

31. Аюпов А.А., Артамонов А.Б. Применение структурированных финансовых продуктов на основе фьючерса и процентного свопа для хеджирования финансовых рисков на фондовом рынке // Инновационное развитие экономики. 2015. № 1. С. 17-20.

32. Аюпов А.А. Рынок ценных бумаг. Казань, 2013.

33. Аюпов А.А. Содержание понятия и сфера применения риск-инжиниринга на финансовом рынке // Инновационное развитие экономики. 2013. № 6. С. 13-16.

34. Берзон, Н.И. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / Под ред. Н.И. Берзона. – М.: Юрайт, 2013. – 544 с.

35. Боровкова, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Боровкова, В.А. Боровкова. – СПб.: Питер, 2012. – 352 с.

36. Буркова, А.Ю. Регулирование сделок РЕПО [Текст] / А.Ю. Буркова // Право и экономика. – 2011. – № 1. – С. 36-39.

37. Бычков, А.И. Договор РЕПО в банковской практике [Текст] / А.И. Бычков // Банковское дело. – 2012. – № 5. – С. 82-85.

38. Вавулин, Д.А. Центральный банк Российской Федерации как мегарегулятор российского финансового рынка [Текст] / Д.А. Вавулин, С.В. Симонов // Дайджест-финансы. – 2014. – № 2. – С. 2-12.

39. Валишина, А.М. Российский фондовый рынок. Тенденции развития [Текст] / А.М. Валишина, А.А. Рабцевич // Экономика и социум. – 2013. – № 2. – С. 282-284.

40. Варишкина, Е.В. Взаимодействие рыночного и кредитного рисков контрагента при операциях РЕПО [Текст] / Е.В. Варишкина // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. – 2011. – № 3. – С. 57-60.

41. Варишкина, Е.В. Место операций РЕПО в деятельности инвестиционных компаний [Текст] / Е.В. Варишкина // Актуальные проблемы гуманитарных и естественных наук. – 2010. – № 9. – С. 85-87.

42. Варишкина, Е.В. Обеспеченная природа операций РЕПО: преимущества и источники рисков [Текст] / Е.В. Варишкина // Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО. – 2011. – № 3. – С. 19-22.

43. Васильев, В. Государственное регулирование экономики [Текст] / В. Васильев. – М.: Деловой сервис, 2012. – 176 с.

44. Васин, М. Фондовый рынок 2013: опять «около нуля»? [Текст] / М. Васин // Рынок ценных бумаг. – 2013. – № 2. – С. 7-9.

45. Винс, Р. Математика управления капиталом: методы анализа риска для трейдеров и портфельных менеджеров [Текст] / Р. Винс. – М.: Альпина, 2000. – 401 с.

46. Власова, Е.В. Тенденции развития инфраструктуры фондового рынка [Текст] / Е.В. Власова, К.А. Крайнова // Культура и образование: от теории к практике. – 2015. – Т.1. – С. 7-11.

47. Волков, Л.В. Использование сделок РЕПО с ценными бумагами в качестве кредитного механизма [Текст] / Л.В. Волков // Финансы и кредит. – 2000. – № 5. – С. 14-17.

48. Вяткин, В.Н. Риск-менеджмент: учебник [Текст] / В.Н. Вяткин, И.В. Вяткин, В.А. Гамза, Ю.Ю.Екатеринославский, Дж. Хэмптон. Под ред. И. Юргенса. – М.:Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2003. – 312 с.

49. Гайдерова, Е.А. Особенности государственного регулирования кредитных организаций в России [Текст] / Е.А. Гайдерова. // Вестник Башкирского института социальных технологий. – 2010. – № 4. – С. 91-99.

50. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг [Текст] / В.А. Галанов. – М.: Инфра-М, 2010. – 384 с.

51. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / Под ред. В.А. Галанова, А.И. Басова. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 448 с.

52. Галанов, В.А. Рынок ценных бумаг: теория и практика: учебник [Текст] / Под ред. В.А. Галанова. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 752 с.

53. Георгиев, Б.В. Финансовые инструменты рынка ценных бумаг, их виды, сущность и классификация [Текст] / Б.В. Георгиев, И.В. Шевченко // Экономика устойчивого развития. – 2013. – № 4. – С. 24-33.

54. Головань, С.И. Особенности функционирования и тенденции развития российского фондового рынка [Текст] / С.И. Головань // Государственное и муниципальное управление. Ученые записки СКАГС. – 2012. – № 2. – С. 87-91.

55. Гончаренко, Е.Т. Операции РЕПО: практика анализа рисков и управление ими [Текст] / Е.Т. Гончаренко, С.У. Платонов, А.М. Акимов // Управление финансовыми рисками. – 2007. – № 4. – С. 262-277.

56. Горемыкин, В.А. Залоговое кредитование: авторизованные схемы [Текст] / В.А. Горемыкин // Законодательство и экономика. – 1997. – № 21-22. – С. 3-32.

57. Горловская, И.Г. Коммерческие банки как финансовые и торговые посредники на рынке ценных бумаг [Текст] / И.Г. Горловская, Я.В. Марченко // *Фундаментальные исследования*. – 2008. – № 12. – С. 29-32.

58. Горохов, А. Комментарий к Федеральному закону «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (постатейный) [Текст] / А. Горохов, Д. Вавулин, А. Емельянов. – М.: Деловой двор, 2012. – 176 с.

59. Григорьев, Д.Е. Финансовое состояние рынка небанковского финансового посредничества в 2011 году [Текст] / Д.Е. Григорьев // *Банковский бизнес*. – 2012. – № 1. – С. 13-19.

60. Грязнова, А.Г. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под общ. ред. А.Г. Грязновой [Текст]. – М.: Финансы и статистика, 2002. – 1168 с.

61. Гусев, А.В. Операции РЕПО: значение и управление рисками [Текст] / А.В. Гусев // *Российское предпринимательство*. – 2011. – № 6. – С. 145-151.

62. Гусев, А.В. Рыночная ликвидность ценных бумаг: управление риском рыночной ликвидности при маржинальных операциях [Текст] / А.В. Гусев // *Российское предпринимательство*. – 2010. – № 7. – С. 131-136.

63. Гусева, А.А. Рынок ценных бумаг: конспект лекций [Электронный ресурс] / А.А. Гусева. – Режим доступа: <http://fan-5.ru/na5/index-64.php>.

64. Дадаян, М.С. Стандартизация процесса кредитования [Текст] / М.С. Дадаян // *Банковское кредитование*. – 2014. – № 1.

65. Дворецкая, А.Е. Деньги, кредит, банки: Учебник [Текст] / А.Е. Дворецкая. – М.: Юрайт, 2014. – 638 с.

66. Дегтярева, Т. Федеральный закон "О рынке ценных бумаг". Федеральный закон "О государственной регистрации выпусков акций, размещенных до вступления в силу Федерального закона "О рынке ценных бумаг" без государственной регистрации" [Текст] / Под ред. Т. Дегтяревой. – М.: Эксмо, 2014. – 144 с.

67. Днепровская, И.В. Современные тенденции развития российского фондового рынка [Текст] / И.В. Днепровская, К.Р. Сулейманова, Р.В. Шкода // Известия Волгоградского государственного технического университета. – 2011. – № 12. – С. 28-34.

68. Долматович, И.А. Банк России как мегарегулятор в сфере финансовых рынков [Текст] / И.А. Долматович, А.А. Громов // Экономика, статистика и информатика. Вестник УМО. – 2013. – № 6. – С. 31-33.

69. Егоров, А.В. Адаптация российского финансового сектора к кризисной ситуации на мировом финансовом рынке [Текст] / А.В. Егоров, И.Л. Меркурьев, Е.Н. Чекмарева // Деньги и кредит. – 2009. – № 8. – С. 25-30.

70. Ефимцева, Т.В. Конфликт интересов при осуществлении посреднической деятельности на рынке ценных бумаг [Текст] / Т.В. Ефимцева, Е.А. Мельникова. – М.: Юстицинформ, 2014. – 158 с.

71. Жегалова, Е.В. Совершенствование системы надзора за участниками финансового рынка России в условиях глобализации экономики [Текст] / Е.В. Жегалова // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2011. – № 5. – С. 25-29.

72. Жидкова, Е.В. Исследование возможности привлечения заемного капитала компаниями минерально-сырьевого комплекса посредством проведения маржинальных операций на фондовом рынке [Текст] / Е.В. Жидкова // Горный информационно-аналитический бюллетень. – 2015. – № 2. – С. 272-276.

73. Жуков, Е.Ф. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / Под ред. Е.Ф. Жукова. – М.: Юнити-Дана, 2009. – 568 с.

74. Замураев, А.С. Кредит и ссуда: терминологический анализ, классификация, определение, формы [Текст] / А.С. Замураев // Деньги и кредит. – 1999. – №4. – С. 32-34.

75. Звягинцева, Н.А. Актуальные проблемы реформирования государственного регулирования рынка ценных бумаг Российской

Федерации [Текст] / Н.А. Звягинцева // Финансы и кредит. – 2014. – № 16. – С. 29-36.

76. Звягинцева, Н.А. Реформирование системы государственного регулирования рынка ценных бумаг: путь к мегарегулятору [Текст] / Н.А. Звягинцева // Известия Иркутской государственной экономической академии. – 2013. – № 5. – С. 27-34.

77. Иванов, М.Е. Особенности и тенденции российского рынка ценных бумаг в условиях усиления глобализационных процессов [Текст] / М.Е. Иванов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2013. – № 39. – С. 18-22.

78. Иванова, Л.Н. Рынок ценных бумаг: конспект лекций [Электронный ресурс] / Л.Н. Иванова. – Режим доступа: <http://www.be5.biz/ekonomika/r004/toc.htm>.

79. Ивченко, Д. Залог движимого имущества [Текст] / Д. Ивченко // Банковский аудит. – 1997. – №2. – С. 19-25.

80. Ильин, В.В. Биржа на кончиках пальцев [Электронный ресурс] / В.В. Ильин, В.В. Титов. – Режим доступа: <http://yourforexschool.com/book/72-birzha-na-konchikah-palcev.html>.

81. Иода, Е.В. Управление предпринимательскими рисками [Текст] / Е.В. Иода, Ю.В. Иода, Л.Л. Мешкова, Е.Н. Болотина. – Тамбов: Изд-во Тамбов. гос. техн. ун-та, 2002. – 212 с.

82. Казаков, В.А. Современные инновации на российском фондовом рынке [Текст] / В.А. Казаков, А.В. Тарасов, А.С. Шнякин // Экономика и управление. – 2014. – № 4. – С. 51-55.

83. Касьян, Н.Е. Место и роль инвестиционных операций в деятельности коммерческих банков [Текст] / Н.Е. Касьян // Проблемы экономики. – 2013. – № 6. – С. 86-90.

84. Киселев, М.В. Проблемы создания мегарегулятора на финансовом рынке [Текст] / М.В. Киселев // Наука и общество. – 2013. – № 6. – С. 16-20.

85. Коваленко, С.Б. Проблемы функционирования небанковских финансово-кредитных институтов в условиях финансового кризиса [Текст] / С.Б. Коваленко // Банковские услуги. – 2009. – № 12. – С. 17-21.

86. Коган, Е.Б. Тенденции развития российского фондового рынка [Текст] / Е.Б. Коган // Управление человеческим потенциалом. – 2014. – № 1. – С. 20-34.

87. Коркин, В. Структура ссудного рынка и ее посткризисная динамика [Текст] / В. Коркин // Финансовый бизнес. – 2001. – № 10. – С. 2-4.

88. Корухчян, Г.Г. Повышение эффективности спекулятивных стратегий торговли на рынке ценных бумаг [Текст] / Г.Г. Корухчян, В.Г. Кешян, С.Н. Суетин, А.Н. Суетин // Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 7. – С. 980-984.

89. Корухчян, Г.Г. Спекулятивные стратегии в условиях консолидации рынка ценных бумаг [Текст] / Г.Г. Корухчян, О.В. Котлячков, А.Н. Суетин // Современные проблемы науки и образования. – 2015. – № 1. – С. 281.

90. Кох, И.А. Оценка эффективности управления портфелем при различных подходах к портфельному инвестированию [Текст] / И.А. Кох // Финансы и кредит. – 2009. – № 39. – С. 35-39.

91. Кох, И.А. Портфельное инвестирование [Текст] / И.А. Кох. – Казань: Изд-во КГУ, 2009. – 264 с.

92. Кох, И.А. Спекулятивное портфельное инвестирование на краткосрочных горизонтах [Текст] / И.А. Кох // Экономические науки. – 2009. – № 5. – С. 253-256.

93. Красовская, Т.В. Банковская система и небанковские коммерческие организации [Текст] / Т.В. Красовская, С.А. Монастыршин, О.А. Жабина // Молодой ученый. – 2013. – № 5. – С. 332-333.

94. Красовский, Н.В. Хеджирование валютных рисков на рынке срочных финансовых инструментов России. Диссертация на соиск. уч. степ. канд. экон. наук [Текст]. – Саратов, 2012.
95. Кудрявцева, М. Риски РЕПО: первые стандарты [Текст] / М. Кудрявцева // Банковское дело. – 2008. – № 5. – С. 73-77.
96. Куракин, Р.С. Биржевые кредитные сделки [Текст] / Р.С. Куракин // Право и экономика. – 2012. – № 12. – С. 42-50.
97. Кушлин, В. Государственное регулирование экономики: учебник [Текст] / В. Кушлин. – М.: Экзамен, 2014. – 496 с.
98. Кушнир, И.В. Рынок ценных бумаг: самое главное [Электронный ресурс] / И.В. Кушнир. – Режим доступа: <http://fan-5.ru/na5/toc-213.php>.
99. Лаврушин, О.И. Банковское дело: учебник [Текст] / Под ред. О.И. Лаврушина. – М.: КноРус, 2014. – 800 с.
100. Ломтатидзе, О.В. Базовый курс по рынку ценных бумаг: учебное пособие [Текст] / О.В. Ломтатидзе, М.И. Львова, А.В. Болоин и др. – М.: КноРус, 2010. – 448 с.
101. Лялин, В. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / В. Лялин, П. Воробьев. – М.: Проспект, 2014. – 400 с.
102. Микова, Е.В. Операции краткосрочного займа под залог ценных бумаг и специфика их проведения [Текст] / Е.В. Микова // Исторические, философские, политические и юридические науки, культурология и искусствоведение. Вопросы теории и практики. – 2012. – № 4. – С. 126-128.
103. Минлигареева, С.А. Проблемы и пути совершенствования государственного регулирования рынка ценных бумаг [Текст] / С.А. Минлигареева // Science Time. – 2014. – № 6. – С. 122-131.
104. Миркин, Я.М. Ценные бумаги и фондовый рынок [Текст] / Я.М. Миркин. – М.: Издательство «Перспектива», 1995. – 533 с.
105. Молотников, А. Правовое регулирование рынка ценных бумаг [Текст] / А. Молотников. – М.: Стартан, 2013. – 552 с.

106. Морина, Н.А. Вопросы стандартизации оценки стоимости объектов залога [Текст] / Н.А. Морина // Банковское дело. – 2000. – №3. – С. 36-41.
107. Мотовилов, О.В. Банковское дело: учебник [Текст] / О.В. Мотовилов, С.А. Белозеров. – М.: Проспект, 2014. – 408 с.
108. Назаренко, А.М. Залог ценных бумаг как обязательное условие совершения маржинальных сделок [Текст] / А.М. Назаренко // Гражданское право. – 2004. – № 2. – С. 8-13.
109. Назаренко, А.М. История развития института маржинальной сделки [Текст] / А.М. Назаренко // Внешнеторговое право. – 2011. – № 1. – С. 28-32.
110. Назаренко, А.М. Правовое регулирование маржинальных сделок в Российской Федерации: автореферат дис. на соиск. уч. степ. канд. юрид. наук / А.М. Назаренко. – М., 2005. – 26 с.
111. Никитина, Н.А. Реформирование системы регулирования рынка ценных бумаг в Российской Федерации [Текст] / Н.А. Никитина // Вопросы экономики и права. – 2013. – № 59. – С. 16-20.
112. Никулина, Н.Н. Некоторые предпосылки введения единого мегарегулятора на финансовом рынке [Текст] / Н.Н. Никулина, И.В. Боярская // Образование. Наука. Новые кадры. – 2013. – № 5. – С. 94-96.
113. Овсейко, С. Сделки РЕПО на финансовых рынках [Текст] / С. Овсейко // Юрист. – 2012. – № 12. – С. 9-18.
114. Ожогин, А.С. Правовое регулирование займов ценными бумагами [Текст] / А.С. Ожогин // Вестник Волжского университета им. В.Н. Татищева. – 2009. – № 71. – С. 117-123.
115. Панова, Г.С. Кредитная политика коммерческого банка [Текст] / Г.С. Панова. – М.: ИКЦ "ДИС", 1997. – 464 с.
116. Пенюгалова, А.В. Развитие рынка ценных бумаг в России в период рыночных преобразований [Текст] / А.В. Пенюгалова, А.П.

Пышнограй // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2010. – № 23. – С. 37-43.

117. Пенюгалова, А.В. Рынок российских коллективных инвестиций в условиях снижения темпов развития национальной экономики [Текст] / А.В. Пенюгалова, А.Н. Аипов // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2014. – № 24. – С. 18-22.

118. Пенюгалова, А.В. Финансово-сберегательные операции в системе финансового рынка [Текст] / А.В. Пенюгалова, С.А. Окунь // Экономика и предпринимательство. – 2014. – № 7. – С. 118-121.

119. Петросян, Э.С. Маржинальные сделки [Текст] / Э.С. Петросян // Право и экономика. – 2008. – № 4. – С. 48-53.

120. Петросян, Э.С. Понятие и классификация биржевых сделок [Текст] / Э.С. Петросян // Право и экономика. – 2003. – № 8. – С. 35-39.

121. Пирс, Д. Словарь современной экономической теории [Текст] / Д. Пирс, В. Автономов. – М.: Инфра-М, 2003.

122. Пластинин, Р.В. Регулирование маржинальных сделок в России [Текст] / Р.В. Пластинин // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2014. – № 2. – С. 117-119.

123. Плескачевский, В.С. О совершенствовании регулирования финансового рынка: аналитические материалы [Электронный ресурс] / Под науч. ред. В.С. Плескачевского и П.Н. Ланскова. – Режим доступа: www.fcsm.ru.

124. Помаскина, О.В. Брокерские услуги на рынке ценных бумаг [Текст] / О.В. Помаскина // Научное обозрение. – 2014. – № 9. – С. 559-561.

125. Попова, Е.М. Регулятивные изменения в организации профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг [Текст] / Е.М. Попова, Ю.Н. Львова // Финансы, деньги, инвестиции. – 2014. – № 2. – С. 7-12.

126. Попова, Е.М. Тенденции и проблемы развития регулятивной инфраструктуры фондового рынка России в период модернизации [Текст] / Е.М. Попова, В.А. Шалиско // Финансы, деньги, инвестиции. – 2013. – № 4. – С. 13-19.

127. Попова, Т.А. Оценка рисков брокера при маргинальном кредитовании [Текст] / Т.А. Попова // Сибирская финансовая школа. – 2010. – № 3. – С. 81-85.

128. Попова, Т.А. Оценка рисков брокера при маргинальном кредитовании: автореферат дис. на соиск. уч. степ. канд. экон. наук / Т.А. Попова. – Новосибирск, 2011. – 22 с.

129. Почежерцева, З.А. Правовое регулирование рынка ценных бумаг России: частноправовые и публично-правовые начала [Текст] / З.А. Почежерцева. – М.: Проспект, 2014. – 176 с.

130. Приходько, А.В. Рынок ценных бумаг [Электронный ресурс] / А.В. Приходько. – Режим доступа: <http://fan-5.ru/na5/index-221.php>.

131. Райзберг, Б.А. Современный экономический словарь [Текст] / Б.А. Райзберг, Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М.: Инфра-М, 1999. – 495 с.

132. Различные виды залоговых операций [Текст] // Аудит и финансовый анализ. – 1997. – №2. – С. 251-275.

133. Рисин, И. Государственное регулирование экономики: учебное пособие [Текст] / Под ред. И. Рисина. – М.: КноРус, 2014. – 240 с.

134. Рубцов, Б.Б. Мировые рынки ценных бумаг [Текст] / Б.Б. Рубцов. – М.: Экзамен, 2002. – 448 с.

135. Рубцов, Б.Б. Современные фондовые рынки [Текст] / Б.Б. Рубцов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 926 с.

136. Савинова, В.А. Ключевые особенности операций РЕПО и их классификация (теоретический и учебно-методический аспект) [Текст] / В.А. Савинова, С.В. Краснов // Известия Самарского научного центра Российской академии наук. – 2014. – Т. 16. – № 2-4. – С. 833-836.

137. Савинова, В.А. Операции коммерческих банков на рынке ценных бумаг и направления их развития [Текст] / В.А. Савинова, С.В. Краснов // Экономические науки. – 2014. – № 119. – С. 87-92.

138. Сауляк, О.П. Залог как способ обеспечения кредитных обязательств в банковской практике [Текст] / О.П. Сауляк // Финансы и кредит. – 1999. – № 6. – С. 6-16.

139. Севрук, В.Т. Риски финансового сектора Российской Федерации: практическое пособие [Текст] / В.Т. Севрук. – М.: Финстатинформ, 2001. – 175 с.

140. Селивановский, А.С. Правовое регулирование рынка ценных бумаг [Текст] / А.С. Селивановский. – М.: ВШЭ, 2014. – 252 с.

141. Селищев, А.С. Рынок ценных бумаг [Текст] / А.С. Селищев, Г.А. Маховникова. – М.: Юрайт, 2014. – 484 с.

142. Семернина, Ю.В. Анализ тенденций развития российского фондового рынка [Текст] / Ю.В. Семернина, А.О. Колесников // Экономический анализ: теория и практика. – 2013. – № 11. – С. 32-43.

143. Сергаев, С.В. Банки предлагают брокерские услуги [Текст] / С.В. Сергеев // Банковское дело. – 2007. – № 11. – С. 55-57.

144. Скороход, А.Ю. Тенденции и перспективы развития банковских операций на фондовом рынке [Текст] / А.Ю. Скороход // Финансовые проблемы и пути их решения: теория и практика. Сборник научных трудов 15-й Международной научно-практической конференции. Санкт-Петербургский государственный политехнический университет. – Санкт-Петербург, 2014. – С. 347-349.

145. Соколов, Б.И. Деньги. Кредит. Банки: учебник [Текст] / Б.И. Соколов. – М.: Инфра-М, 2013. – 288 с.

146. Соколов, Ю.А. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / Под ред. Ю.А. Соколова. – М.: Юрайт, 2014. – 384 с.

147. Соловьев, С.С. Управление рисками при совершении сделок РЕПО [Текст] / С.С. Соловьев // Финансы и кредит. – 2010. – № 6. – С. 48-51.

148. Сребник, Б.Н. Финансовые рынки: профессиональная деятельность на рынке ценных бумаг: Учебное пособие [Текст] / Б.Н. Сребник, Т.Б. Вилкова. – М.: ИНФРА-М, 2013. – 365 с.

149. Сысоева, Е.Ф. Организационно-методическое обеспечение процесса секьюритизации активов на российском финансовом рынке [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Е.А. Павельева. – Воронеж: Воронежский ЦНТИ – филиал ФГБУ «РЭА» Минэнерго России, 2014. – 184 с.

150. Сысоева, Е.Ф. Развитие рынка финансовых инноваций в России [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Д.С. Козлов // Ученые записки Санкт-Петербургского университета управления и экономики. – 2011. – № 4. – С. 57-63.

151. Сысоева, Е.Ф. Стратегические направления развития рынка финансовых инноваций в России [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Д.С. Козлов // Известия Юго-Западного государственного университета. – 2011. – № 6. – С. 104-110.

152. Сысоева, Е.Ф. Финансовый инжиниринг как процесс создания финансовых инноваций [Текст] / Е.Ф. Сысоева, Д.С. Козлов // Национальные интересы. Приоритеты и безопасность. – 2010. – № 7. – С. 51-55.

153. Сысоева, Е.Ф. Тенденции развития банковской системы в условиях турбулентности [Текст] / Е.Ф. Сысоева // Вестник Воронежского государственного университета. Серия: экономика и управление. – 2015. – №1. – С.43-51

154. Тер-Акопов, С.Г. Исследование проблемы мегарегулятора российского финансового рынка [Текст] / С.Г. Тер-Акопов, Т.М,

Кожевникова // Социально-экономические явления и процессы. – 2014. – Т. 9. – № 7. – С. 63-68.

155. Трохов, М.М. Понятие финансовых инструментов [Текст] / М.М. Трохов // Банковские услуги. – 2011. – № 4. – С. 17-22.

156. Федорова, Е.А. Основные тенденции развития фондового рынка РФ [Текст] / Е.А. Федорова // Финансовый менеджмент. – 2013. – № 5. – С. 88-96.

157. Федорова, С.В. Небанковские формы потребительского кредитования в условиях финансового кризиса [Текст] / С.В. Федорова, К.И. Федоров // Вестник СПбГУСЭ. – 2010. – № 7.

158. Федорова, С.В. Развитие форм небанковского потребительского кредитования в современной России [Текст] / С.В. Федорова, К.И. Федоров // Вестник Российской академии естественных наук (Санкт-Петербург). – 2013. – № 1. – С. 67-68.

159. Цеберняк, П.П. Управление кредитным риском при осуществлении инвестиционной компанией операций обратного репо и маржинального кредитования [Текст] / П.П. Цеберняк // Проблемы экономики. – 2007. – № 4. – С. 195-200.

160. Чалдаева, Л.А. Рынок ценных бумаг: учебник [Текст] / Л.А. Чалдаева, А.А. Килячков. – М.: Юрайт, 2014. – 834 с.

161. Челекбай, А.Д. Риск-менеджмент в денежно-кредитной и инвестиционной деятельности: теория, мировой опыт и практика Казахстана: учебное пособие [Текст] / А.Д. Челекбай. – Алматы: Экономика, 2007. – 312 с.

162. Чижик, В.П. Классификация услуг, оказываемых брокерскими компаниями [Текст] / В.П. Чижик, С.Е. Елкин, Н.М. Калинина // Омский научный вестник. – 2014. – № 5. – С. 50-53.

163. Чернышкин, Д.Г. Маржинальные сделки как источник системного риска рынка ценных бумаг [Текст] / Д.Г. Чернышкин // Вестник

Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2011. – № 2. – С. 179-181.

164. Чернышкин, Д.Г. Маржинальные сделки на рынке ценных бумаг: функции и специфика их выполнения [Текст] / Д.Г. Чернышкин // Управление экономическими системами: электронный научный журнал. – 2011. – № 29. – С. 10.

165. Чернышкин, Д.Г. Системные риски маржинальных сделок на рынке ценных бумаг [Текст] / Д.Г. Чернышкин // Народное хозяйство. Вопросы инновационного развития. – 2011. – № 1. – С. 118-123.

166. Чернышкин, Д.Г. Функции маржинальных сделок на рынке ценных бумаг [Текст] / Д.Г. Чернышкин // РИСК: Ресурсы, информация, снабжение, конкуренция. – 2011. – № 2. – С. 421-423.

167. Чиканова, Е.С. Теоретико-методические представления о сущности инфраструктуры кредитных отношений [Текст] / Е.С. Чиканова, Н.А. Штанденко / Проблемы, противоречия и перспективы развития России в современном мире: экономико-правовые аспекты: Сборник статей Международной научно-практической конференции. – Краснодар, 2014. – С. 259-262.

168. Шапкин, А.С. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций [Текст] / А.С. Шапкин. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2003. – 544 с.

169. Шарафутдинова, Р.Б. Страхование как метод управления риском [Текст] / Р.Б. Шарафутдинова // Банки Казахстана. – 2012. – № 4. – С. 18-21.

170. Шарп, У. Инвестиции [Текст] / У. Шарп. – М.: Инфра-М, 1997.

171. Шевченко, О.М. Правовое регулирование деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг: Новации российского законодательства и актуальные проблемы [Текст] / О.М. Шевченко. – М.: Проспект, 2014. – 350 с.

172. Юнусова, Д.А. Современное состояние российского рынка банковских инвестиционных услуг [Текст] / Д.А. Юнусова, Э.В. Акимова //

Инновационная экономика: перспективы развития и совершенствования. – 2013. – № 2. – С. 274-277.

173. Юнусова, Э.Б. Деятельность Банка России в качестве мегарегулятора [Текст] / Э.Б. Юнусова // Новое слово в науке и практике: гипотезы и апробация результатов исследований. – 2015. – № 15. – С. 235-239.

174. Якунин, С.В. Механизмы деятельности банка на рынке ценных бумаг [Текст] / С.В. Якунин // Вектор науки Тольяттинского государственного университета. – 2010. – № 3. – С. 177-179.

175. Ando A., Modigliani F. The "Life Cycle" Hypothesis of Saving Aggregate Implications and Test // American Economic Review. – 1963. – March.

176. Frederic S. Mishkin, The Economics of Money, Banking, and Financial Markets. – Harper Collins Publishers. 1992.

177. Friedman M. A Theory of the Consumption Function. – Prienston, 1957.

178. Jay Diamond, Gerald Pintel Principles of Marketing. – Prentice-Hall, 1986.

179. Информационный портал Банки.ру [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.banki.ru>.

180. Информационный портал Банкир.ру [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.bankir.ru>.

181. Официальный сайт Банка России [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

182. Официальный сайт группы компаний «АЛОП» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.alor.ru>.

183. Официальный сайт журнала «Рынок ценных бумаг» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.cbr.ru>.

184. Официальный сайт журнала «Эксперт» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.expert.ru>.

185. Официальный сайт ЗАО «Джи Ай Ди Инвест» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gidinvest.ru>.

186. Официальный сайт ЗАО «Финам» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.finam.ru>.

187. Официальный сайт информационно-правового портала «Гарант» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.base.garant.ru>.

188. Официальный сайт компании «Консультант Плюс» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://base.consultant.ru>.

189. Официальный сайт ОАО «Московская биржа» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.moex.com>.

190. Официальный сайт общероссийской саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (НАУФОР) [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://naufor.ru>.

191. Официальный сайт ООО «АТОН» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.aton-line.ru>.

192. Официальный сайт ООО «ДОХОДНЫЙ ДОМ ИНВЕСТОРА» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ddinvest.ru>.

193. Официальный сайт ООО «Компания Брокеркредитсервис» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://bcs.ru>.

194. Официальный сайт ПАО «ВТБ-24» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.vtb24.ru>.

195. Официальный сайт ПАО «ХМБ Открытие» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://openbank.ru>.

196. Официальный сайт рейтингового агентства «Эксперт РА» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.raexpert.ru>.

197. Официальный сайт системы комплексного раскрытия информации НАУФОР об эмитентах «СКРИН.РУ» [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.skrin.ru>.

198. Официальный сайт Федеральной службы государственной статистики [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru>.

Приложения

Приложение 1.

Список маргинальных ценных бумаг российского рынка ценных бумаг

Наименование эмитента	Тип ценной бумаги	Номер гос. регистрации	Операция
ОАО «АК «Транснефть»	Акции привилегированные	2-01-00206-A	 
ОАО «Аптечная сеть 36,6»	Акции обыкновенные	1-01-07335-A	
ОАО «АЭРОФЛОТ»	Акции обыкновенные	1-01-00010-A	 
ОАО «Газпром»	Акции обыкновенные	1-02-00028-A	 
ОАО «ГМК «Норильский никель»	Акции обыкновенные	1-01-40155-F	 
ОАО «Группа Компаний ПИК»	Акции обыкновенные	1-02-01556-A	 
ОАО «ИНТЕР РАО ЕЭС»	Акции обыкновенные	1-03-33498-E	 
ОАО «ЛУКОЙЛ»	Акции обыкновенные	1-01-00077-A	 
ОАО «Мечел»	Акции обыкновенные	1-01-55005-E	
ОАО «ММК»	Акции обыкновенные	1-03-00078-A	
ОАО «Мосэнерго»	Акции обыкновенные	1-01-00085-A	
ОАО «Мобильные ТелеСистемы»	Акции обыкновенные	1-01-04715-A	 
ОАО «НК «Роснефть»	Акции обыкновенные	1-02-00122-A	 
ОАО «Новолипецкий металлургический комбинат»	Акции обыкновенные	1-01-00102-A	 
ОАО «НОВАТЭК»	Акции обыкновенные	1-02-00268-E	 
ОАО «ОГК-1»	Акции обыкновенные	1-02-65107-D	 
ОАО «ОГК-2»	Акции обыкновенные	1-02-65105-D	 
ОАО «ОГК-4»	Акции обыкновенные	1-02-65104-D	 
ОАО «ОГК-6»	Акции обыкновенные	1-02-65106-D	 
ОАО «Полиметалл»	Акции обыкновенные	1-02-00412-D	 
ОАО «Полюс Золото»	Акции обыкновенные	1-01-55192-E	 

ОАО «Распадская»	Акции обыкновенные	1-04-21725-N	 
ОАО «Ростелеком»	Акции обыкновенные	1-01-00124-A	 
ОАО «Ростелеком»	Акции привилегированные	2-01-00124-A	 
ОАО «РусГидро»	Акции обыкновенные	1-01-55038-E	 
ОАО «Северсталь»	Акции обыкновенные	1-02-00143-A	 
ОАО «Сургутнефтегаз»	Акции обыкновенные	1-01-00155-A	 
ОАО «Татнефть»	Акции обыкновенные	1-03-00161-A	 
ОАО «Уралкалий»	Акции обыкновенные	1-01-00296-A	 
ОАО «ФСК ЕЭС»	Акции обыкновенные	1-01-65018-D	 
ОАО «Холдинг МРСК»	Акции обыкновенные	1-01-55385-E	 
ОАО АФК «Система»	Акции обыкновенные	1-05-01669-A	
ОАО Банк ВТБ	Акции обыкновенные	10401000B	 
Правительство г. Москвы	Облигации	RU31062MOS0	
Правительство г. Москвы	Облигации	RU32048MOS0	
Правительство г. Москвы	Облигации	RU32049MOS0	
Сбербанк России (ОАО)	Акции обыкновенные	10301481B	 
Сбербанк России (ОАО)	Акции привилегированные	20301481B	 

Градации ценных бумаг в зависимости от дневного объема торгов
на Московской фондовой бирже*

Номер группы ценных бумаг в соответствии с рейтингом ликвидности	Дневной объем торгов, млрд. руб.	Ценные бумаги
1	От 1 до 10	Сбербанк, Газпром, ВТБ, Норильский Никель, Татнефть, Сургутнефтегаз, Роснефть, Лукойл
2	От 0,1 до 0,9	АвтоВАЗ, Ростелеком, Башнефть, Мечел, Русгидро, Новатэк, Аптеки 36,6.
3	Менее 0,1	Соллерс, Номосбанк, Мосбиржа, ТМК, ПИК, Верхнесалд, ФосАгро, ИнтерРАО

*Расчитано автором по данным Московской фондовой биржи
(www.micex.ru)

Значения коэффициента дисконтирования для некоторых ценных бумаг, обращающихся на организованном биржевом рынке России*

Наименование ценной бумаги	Показатель волатильности (%)	Показатель ликвидности	Проценты за пользование кредитом	Коэффициент дисконтирования
Газпром	35	1	14	54
Лукойл	39	1	14	57
Сбербанк	25	1	14	43
ВТБ	53	1	14	63
Норильский Никель	43	1	14	50
Сургутнефтегаз	54	1	14	56
Татнефть	54	1	14	56
АвтоВАЗ	65	0,1	14	63
Соллерс	70	0,2	14	68
Номосбанк	86	0,2	14	73

*Рассчитано автором

УТВЕРЖДЕНО
решением Собрании акционероB (участникоB)
(протокол № ____ от « ____ » _____ 20__ г.)

**РЕГЛАМЕНТ
ПРИНУДИТЕЛЬНОЙ ПРОДАЖИ ЦЕННЫХ БУМАГ
ПРИ ОСУЩЕСТВЛЕНИИ МАРЖИНАЛЬНЫХ СДЕЛОК**

1. Принудительной продажей ценных бумаг, заложенных Клиентом у Брокера, в целях настоящего Регламента являются торговые операции, осуществляемые Брокером без поручения Клиента, направленные на уменьшение соответствующего заложенному портфелю размера минимальной маржи, за счет любых доступных Брокеру активов Клиента, как на биржевом, так и на внебиржевом рынке по выбору Брокера, по сложившейся рыночной цене.

2. При достижении уровнем маржи отметки 40 % Брокер информирует Клиента о риске принудительной продажи ценных бумаг. Такое информирование осуществляется способами, которые Брокер признает максимально эффективным для уведомления Клиента в конкретных обстоятельствах, в том числе, путем телефонной связи, отправки СМС-сообщений, направления писем по электронной почте, использования прочих информационных возможностей. Брокер вправе также осуществлять повторное информирование Клиента об указанном риске.

3. В том случае, если Клиент не реагирует на информирование о наступлении ситуации маржин колл, либо отказывает повысить минимальный уровень маржи, Брокер осуществляет принудительную продажу ценных бумаг Клиента до окончания основной торговой сессии

проведения организованных торгов ценными бумагами в день, в который наступило указанное обстоятельство.

4. В случае принудительной продажи ценных бумаг Брокер вправе выбрать конкретный вид ценных бумаг для реализации по собственному усмотрению.

5. В результате принудительной продажи заложенных ценных бумаг стоимость портфеля Клиента может превышать минимальный уровень маржи на любую величину по усмотрению Брокера.

6. После направления Клиенту соответствующего сообщения Брокер вправе осуществить принудительную продажу заложенных ценных бумаг в следующих случаях:

- если становится известно о предстоящей приостановке или прекращении торгов данной ценной бумагой или после такой приостановки или прекращении торгов;

- перед существенными корпоративными событиями эмитента данной ценной бумаги, такими как выкуп ценных бумаг, реорганизация эмитента, претензии к эмитенту со стороны правовых органов;

- снижении инвестиционного рейтинга со стороны одного из международных рейтинговых агентств.

7. Брокер вправе осуществить полную или частичную принудительную продажу ценных бумаг Клиента к дате фиксации реестра акционеров. Если по каким-либо причинам Брокер не воспользуется правом принудительной продажи, Клиент обязуется в течение 10 (десяти) дней с даты объявления размера дивиденда по данной ценной бумаге возместить Брокеру в полном объёме сумму начисленного по этим ценным бумагам дивиденда.

8. При прекращении действия договора о займе между Брокером и Клиентом Брокер вправе осуществить принудительную продажу всех ценных бумаг, находящихся в заложенном портфеле.

9. Брокер не вправе без согласования с Клиентом осуществлять принудительную продажу заложенных ценных бумаг способом, не

предусмотренным настоящим Регламентом или действующим законодательством РФ.

Генеральный директор/

Председатель правления

подпись
