

**Финансовая академия при
Правительстве Российской Федерации**

Кафедра ценных бумаг и биржевого дела

ДИПЛОМ

На тему

**“Маржинальная торговля ценными бумагами и подходы к ее
регулированию”**

Студент 5 курса **Торбин А.Г.**

Научный руководитель **Агапова Е.Ю.**

Москва 2001 год

Содержание дипломной работы

“Маржинальная торговля ценными бумагами и подходы к ее регулированию”

Введение	Стр.4
Глава I. Маржинальная торговля на рынке ценных бумаг США	
§ 1. Основные понятия маржинальной торговли	Стр.9
Покупка ценных бумаг с использованием маржи	
Уровень фактической маржи при покупке ценных бумаг с использованием маржи	
Счет с заниженным уровнем маржи	
Счет с избыточным уровнем маржи	
Счет с ограниченным уровнем маржи	
Продажа ценных бумаг “без покрытия” (короткая продажа)	
Уровень фактической маржи при продаже “без покрытия”	
Агрегированные операции	
§ 2. Государственное регулирование маржинальной торговли на рынке ценных бумаг США	Стр.17
Правило T	
Правило U	
Правило G	
Инструкция X	
Дополнительные требования при осуществлении маржинальных сделок	
Ограничение на проведение продаж “без покрытия”	
Требования к компаниям, предоставляющим услуги маржинальной торговли	
Глава II. Маржинальная торговля на российском рынке ценных бумаг	Стр. 35
Характеристика брокерских компаний, предлагающих на российском рынке ценных бумаг услугу маржинальной торговли	
Юридическая сторона проведения маржинальных сделок	
Экономическая сторона проведения маржинальных сделок	
Оценка реальных масштабов маржинальной торговли	
Роль организаторов торговли при совершении на рынке ценных бумаг маржинальных операций	
Глава III. Риски, характерные для маржинальной торговли и управление ими	
§1. Виды рисков, характерных для маржинальной торговли	Стр. 53
Ценовой риск	
Риск рыночной ликвидности	
Операционный риск	
Кредитный риск	
Юридический риск	
Законодательный риск	

Системный риск	
§2. Управление рисками	Стр. 60
Статистический анализ волатильности ценных бумаг	
Параметрическая модель VAR	
Страхование рисков	
Автоматизированная система Интернет-брокерского обслуживания Remote Trader (Гута банк) как инструмент снижения рисков при осуществлении маржинальной торговли.	
Глава IV. Необходимое регулирование маржинальной торговли на российском фондовом рынке	Стр.73
Заключение	Стр.77
Список литературы	Стр.79
Приложение	Стр.82

Введение.

Российский фондовый рынок – один из самых молодых в мире. Однако, за короткий срок своего существования он успел пережить и бурный рост, и стремительное падение, и период стагнации. На данном этапе развития уже сформировались правовые, экономические и организационные основы российского рынка ценных бумаг, в том числе приняты федеральные законы о рынке ценных бумаг, создан единый орган государственного регулирования – Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг¹, появилось большое количество профессиональных участников рынка, имеющих опыт практической работы на нем. Вместе с тем остается очень много нерешенных проблем в сфере правового и нормативного регулирования деятельности на фондовом рынке: регулирование не успевает за процессами, происходящими на рынке ценных бумаг, и, таким образом, тормозит его развитие.

В последнее время на российском фондовом рынке происходит динамичное расширения спектра представляемых операторами рынка услуг, что является закономерным результатом усиления конкуренции между операторами рынка в их стремлении расширить клиентскую базу, привлечь максимальные ресурсы под свой контроль.

Пока основная тенденция на российском фондовом рынке состояла в повышении рыночных котировок ценных бумаг, российские компании не задумывались о привлечении клиентов и предоставлении им разнообразных услуг, основным бизнесом большинства компаний оставались спекуляции корпоративными ценными бумагами из собственного портфеля, что вполне вписывалось и вписывается в нормативно-правовую базу, регулирующую рынок ценных бумаг. Работа с рядовыми клиентами входила в разряд малоприбыльных, поскольку на растущем рынке и без

¹ *О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 28. -Ст. 3357, а также Указ Президента Российской Федерации от 03.04.2000 № 620 “Вопросы Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг”*

клиентов можно было зарабатывать достаточно хорошо. Крупные инвестиционные компании и банки соглашались обслуживать только институциональных инвесторов (желательно иностранных), готовых вложить как минимум \$ 150 000 в российские ценные бумаги. Средним и мелким российским клиентам предлагались достаточно невыгодные условия работы и низкое качество обслуживания. Однако события 1998 года многое изменили. Собственные портфели, как и портфели VIP-клиентов, обесценились, иностранцы постарались избавиться от того, что осталось, и вернулись на стабильные западные рынки. В борьбе за собственное выживание для того, чтобы удержать старых клиентов и привлечь новых, компании были вынуждены изменить свой подход к работе с клиентами – снизить планку своих требований к первоначальным вложениям, пересмотреть перечень и качество предлагаемых услуг, начать разработку и внедрение новых услуг. Своего рода катализатором данного процесса также служит постоянное развитие электронных средств связи, в частности повсеместное распространение сети Интернет.

Одной из таких качественно новых услуг стало предложение открытия маржинального счета – счета, на котором возможно проведение операций покупки-продажи ценных бумаг с использованием заимствованных средств, предоставляемых инвестиционной компанией, или, как еще говорят, с плечом, при этом все активы на этом счете являются обеспечением под заимствованные средства. Ранее подобная услуга для российских клиентов была доступна только на рынке иностранных валют FOREX и предоставлялась только иностранными компаниями или банками.

Маржинальная торговля - это еще один этап в развитии рынка ценных бумаг. Почти все крупные (ИК Тройка-Диалог, Никойл, Атон) и некоторые средние российские инвестиционные компании (Метрополь, Проспект, Гута-Инвест и др.) предлагают эту услугу. С продвижением интернет-технологий на фондовом рынке издержки компаний на обслуживание каждого клиента снижаются, вследствие чего у компаний появляется возможность уменьшать ставки комиссионных. Таким образом, наряду с низкими комиссионными и быстрым доступом к рынку, эта услуга становится мощным рычагом в деле привлечения новых клиентов.

К тому же, кризисные явления последних лет практически не оставили на рынке стратегических инвесторов. В настоящее время подавляющая доля участников рынка ориентирована на получение спекулятивного дохода и планирует свои операции в пределах краткосрочной перспективы. Инфраструктура же срочного рынка еще не успев окрепнуть была практически полностью разрушена финансовым кризисом. В этих условиях стремительный рост популярности маржинальной торговли вполне закономерен. В месте с тем вышеизложенное определяет актуальность подробного рассмотрения данного финансового инструмента в настоящей дипломной работе.

Одновременно маржинальная торговля приносит чрезвычайно высокие риски.

Для фондового рынка в целом риски состоят в том, что обороты вследствие маржинального плеча являются завышенными и не отражают реальных объемов, в торговлю ценными бумагами привносится кредитный риск, и ни одна биржевая площадка, ни НАУФОР, ни ФКЦБ этот процесс пока не регулируют. В случае возникновения очередного кризиса на рынке ценных бумаг компании, в первую очередь, начнут продавать обесценивающееся обеспечение и более того, начнут открывать короткие позиции по бумагам на падающем рынке, что еще сильнее углубит кризис.

(Подробно риски будут раскрыты в главе III настоящей работы.)

Однако, несмотря на свой повышенный внутренний уровень рискованности, маржинальная торговля содержит ряд позитивных моментов.

Во-первых, маржинальная торговля способствует повышению ликвидности на рынке: объемы торгов ценными бумагами увеличиваются за счет дополнительных средств, представляемых операторами торговли инвесторам (игрокам фондового рынка).

Во-вторых, при помощи маржинальной торговли инвесторы, участники рынка получают возможность максимизировать эффективность проводимых операций.

В-третьих, маржинальная торговля совместно с предоставлением услуг с использованием сети интернет способствует привлечению на организованный рынок широких слоев инвесторов, в том числе мелких клиентов (с капиталом от 5 тыс. рублей), а также активных игроков. Именно данная категория инвесторов является существенным “потребителем” маржинальной торговли.

В-четвертых, профессиональные участники фондового рынка получают дополнительные доходы за счет расширения списка услуг, увеличения масштаба операций и, наконец, прямого получения прибыли за счет платы за предоставленные средства как в форме денежных средств, так и ценных бумаг.

В связи с объективными причинами существования маржинальной торговли, а также упомянутыми выше позитивными моментами данного вида услуг, маржинальная торговля не запрещена ни на одном развитом рынке, но при этом подлежит строгому многоуровневому регулированию в целях снижения и контроля над сопровождающими ее (привносимыми ею) рисками.

Примером такого регулирования может служить рынок ценных бумаг США. Первая глава данной дипломной работы посвящена видам маржинальных операций на фондовом рынке США, поскольку именно на этом рынке возникла данная услуга, представлен подробный анализ многоуровневого регулирования этого вида торговли в США.

Во второй главе показано, как организована маржинальная торговля на российском рынке ценных бумаг. Описан механизм осуществления маржинальной торговли в России с экономической и правовой точек зрения, приведена характеристика инвестиционных компаний, предлагающих на рынке ценных бумаг РФ услугу маржинальной торговли, проанализирована роль организаторов торговли в системе мониторинга и предупреждения системных рисков.

Третья глава раскрывает основные риски присущие маржинальной торговле в России, а также возможные способы их минимизации (в частности, внедрение автоматизированных систем по контролю над рисками, страхование рисков).

Исследования в главе третьей всех рисков, которым подвергаются как брокер-дилерские компании, так и их клиенты, и возможных последствий для всего фондового рынка обосновывают необходимость выработки и принятия нормативных и законодательных актов, регулирующих маржинальную торговлю в России.

Итогом дипломной работы явилась глава IV, в которой сформулированы остро необходимые российскому фондовому рынку единые правила и допустимые границы осуществления маржинальной торговли, которые, возможно, в скором времени найдут свое отражение в российском законодательстве о рынке ценных бумаг.

Итак, целью дипломной работы является изучение механизма осуществления маржинальной торговли, выявление и анализ рисков ей присущих, поиск способов их минимизации и, в конечном счете, формулировка необходимых российскому фондовому рынку единых правил осуществления маржинальной торговли.

Глава I. Маржинальная торговля на рынке ценных бумаг США

§1. Основные понятия маржинальной торговли.

Счет с использованием маржи похож на текущий счет, но с правом производить овердрафт (превышать размер кредита): если денег требуется больше, чем находится на счете клиента, то брокер автоматически берет для него заем (при определенных ограничениях его размера). Открывая в брокерской компании счет с использованием маржи, клиент подписывает юридическое соглашение – “Hypothecation Agreement”. Данное соглашение предоставляет брокерской компании право использовать ценные бумаги, принадлежащие клиенту, в качестве обеспечения банковских кредитов, при условии, что эти бумаги были приобретены на счет клиента с использованием маржи. Большинство брокерских компаний ожидают также от инвестора разрешения отдавать их бумаги в займы тем, кто хочет продавать их “без покрытия”.

Для облегчения процедуры передачи в залог или заем ценных бумаг брокерская компания обычно требует, чтобы бумаги, приобретенные на счет клиента с использованием маржи, были зарегистрированы на имя компании или другого доверенного лица, на так называемое “уличное имя” (street name). В этом случае для эмитента в качестве зарегистрированного владельца ценных бумаг выступает данная брокерская компания. В результате, эмитент будет посылать все дивиденды и финансовые отчеты по обыкновенным акциям, а также предоставлять право голоса (по акциям) не инвестору, а брокерской компании. Брокерская компания будет служить каналом, по которому все информация будет переправляться инвестору. Следовательно, регистрация ценных бумаг на имя брокерской компании, а не самого инвестора не повлечет за собой значительного изменения отношения к инвестору².

² Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. *Инвестиции: Пер. с англ.* – М.: ИНФРА-М, 1997 г.

Открывая счет с использованием маржи, инвестор может осуществить через него некоторые виды сделок, которые не позволил бы осуществить ему обычный счет. Данные сделки, известные как покупка с использованием маржи и продажа “без покрытия” будут рассмотрены далее.

| *Покупка ценных бумаг с использованием маржи.*

Имея обычный банковский счет, инвестор, покупающий ценную бумагу, должен полностью оплатить покупку деньгами со своего счета. Однако, имея счет с использованием маржи, инвестор должен покрывать своими деньгами лишь определенную часть цены, а недостающую сумму занять у брокерской компании. Сумма, позаимствованная у брокерской компании в результате подобной покупки с использованием маржи, определяется как дебетовый остаток инвестора. Ссудный процент на этот дебетовый остаток обычно исчисляется путем прибавления платы за обслуживание к процентной ставке за денежный кредит, взятый на покупку ценных бумаг. В свою очередь ставка процента за кредит на покупку бумаг – это процент, выплачиваемый брокерской фирмой банку, ссудившему фирме недостающие деньги, которые в конечном итоге попали к инвестору для частичного покрытия покупки.

Приобретенные инвестором ценные бумаги служат обеспечением кредита, предоставленного брокерской компании. Таким образом, брокерская компания в некотором смысле выступает как финансовый посредник в процессе кредитования, способствуя предоставлению банком кредита инвестору.

Минимальное отношение величины собственных средств клиентов к полной стоимости покупки актива, выраженное в процентах, известно как исходный требуемый уровень маржи.

Пример: Клиент покупает 100 акций IBM по \$100 за штуку. При исходном требуемом уровне маржи в 60% клиент должен уплатить брокерской фирме

$$\frac{60\% \times 100 \times \$100}{100\%} = \$6000.$$

$$\frac{(100\% - 60\%) \times 100 \times \$100}{100\%} = \$4000,$$

Остаток цены покупки, покрывается за счет ссуды, предоставляемой клиенту брокерской фирмой³.

| Уровень фактической маржи при покупке ценных бумаг с использованием маржи

Фактическая маржа – это расчетная величина, которая определяется следующим образом.

$$FM = \frac{L_t - L_0}{L_t} \times 100\%, \quad (\text{Формула 1})$$

где L_t - текущая рыночная стоимость активов, принадлежащих клиенту,

L_0 - заемные средства.

Ежедневный расчет фактической маржи на счете клиента известен как учет рыночных изменений. Во время совершения покупки с использованием маржи фактическая маржа и исходный уровень маржи одинаковы. Однако после совершения покупки расчетное значение фактической маржи может оказаться выше либо ниже исходного уровня, существовавшего при покупке, вследствие изменения рыночной стоимости обеспечения.

Пример: Рыночный курс акций IBM упал до \$60, фактическая маржа опустилась до $\frac{100 \times \$60 - \$4000}{100 \times \$60} = 33\%$

Чтобы предотвратить случаи снижения фактической маржи брокеры требуют от клиентов поддерживать расчетное значение фактической маржи на их счете на определенном процентном уровне или выше него. Данный процент известен как требуемый уровень маржи.

| Счет с заниженным уровнем маржи

³ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997 г.

Если расчетное значение фактической маржи на счете клиента падает ниже требуемого уровня, то такой счет будет счетом с заниженной (*undermargined*) маржей. Поэтому брокерская фирма делает запрос на увеличение маржи (*margin call*), требуя от него либо довести на свой счет деньги, либо покрыть часть ссуды, либо продать некоторые из ценных бумаг, и за счет поступления ценных бумаг покрыть часть ссуды. Любое из этих действий увеличит числитель или уменьшит знаменатель в правой части Формулы 1, повышая тем самым значения фактической маржи.

Если клиент бездействует либо находится вне пределов досягаемости, то согласно условиям обслуживания брокерская компания самостоятельно продаст ценные бумаги клиента с целью доведения фактической маржи как минимум до требуемого уровня.

| *Счет с избыточным уровнем маржи*

Если акции не падают, а, наоборот, поднимаются в цене, то клиент может изъять со счета часть прироста в форме денег, потому что фактическая маржа на его счете поднимется выше исходного уровня. В этом случае счет называется счетом с неограниченной (*unrestricted*), или избыточной (*overmargined*) маржей.

| *Счет с ограниченным уровнем маржи*

В ситуации, когда курс акций падает, но не настолько, чтобы фактическая маржа оказалась ниже требуемого уровня, то есть фактическая маржа на счете клиента упала ниже исходного уровня, но находится выше требуемого уровня, клиенту необязательно предпринимать какие-либо действия. Тем не менее его счет будет ограниченным (*restricted account*) счетом, а это означает, что любая сделка, связанная с дальнейшим уменьшением значения фактической маржи, например, снятие денег со счета или дополнительная покупка ценных бумаг будет запрещена.

Покупка ценных бумаг через счет с использованием маржи позволяет инвестору получать доход от использования заемных средств. Используя взятые в долг деньги для частичного покрытия стоимости покупки, инвестор может увеличить ожидаемую

доходность своих вложений. Однако применение счета с использованием маржи осложняется одним обстоятельством, а именно эффектом инвестиционного риска.

Пример: Клиент считает, что цена акций IBM поднимется на \$30. Ожидаемая доходность в расчете на вложенные собственные средства в этом случае составит $\frac{\$30 \times 100}{\$100 \times 100} = 30\%$. Ожидаемая доходность при

маржинальной торговле могла бы составить $\frac{\$30 \times 100 - (0.11 \times \$4000)}{0.6 \times \$100 \times 100} = 42.7\%$, где процентная ставка по заемным средствам - 11%, а исходный требуемый уровень маржи - 60%.

Однако, в случае, если акции, наоборот, упадут на \$25, ставка доходности при полной оплате покупки своими деньгами составит $\frac{-\$25 \times 100}{\$100 \times 100} = -25\%$.

При использовании заемных средств ставка была бы $\frac{-\$25 \times 100 - (0.11 \times \$4000)}{0.6 \times \$100 \times 100} = -49\%$. Таким образом, при указанном падении курса акций покупатель, использующий заемные средства, понесет гораздо большие потери, чем покупатель, не использующий заемные деньги.

Покупка с использованием маржи обычно делается в расчете на то, что в ближайшем будущем курс акций поднимется. Если же инвестор считает, что данные акции, напротив, котируются очень высоко, тогда он может заняться так называемой продажей ценных бумаг “без покрытия”.

| Продажа ценных бумаг “без покрытия”(короткая продажа)

При продаже ценных бумаг “без покрытия”, или короткой продаже (short sales), сначала, клиент дорого продает ценную бумагу, а потом дешево ее покупает. Продажа ценных бумаг “без покрытия” совершается путем займа ценных бумаг для использования в первоначальной сделке, а затем погашения займа такими же ценными бумагами, приобретенными в последующей сделке. Заем в этом случае связан с ценными бумагами, а не денежными средствами. Заемщик должен отдать свой долг кредитору в форме передачи ценных бумаг и при этом не надо уплачивать, как правило, никаких процентов за пользование заемными ценными бумагами.

Ценные бумаги для поставки покупателю могут быть позаимствованы:

| из запаса ценных бумаг, принадлежащих самой брокерской компании;

- | из запаса другой брокерской компании;
- | из портфеля институционального инвестора, предоставившего брокеру такое право;
- | из запаса ценных бумаг другого клиента, имеющего счет с использованием маржи.

Исходный требуемый уровень маржи устанавливается также как и при покупке с использованием маржи.

| Уровень фактической маржи при продаже “без покрытия”

Фактическая маржа при продаже “без покрытия” считается следующим образом:

$$FM = \frac{S_0 - S_t}{S_t} \times 100\% , \quad (\text{Формула 2})$$

где S_0 - стоимость проданных “без покрытия” ценных бумаг,

S_t - текущая рыночная стоимость взятых в займы ценных бумаг.

Если курс проданных “без покрытия” акций поднимется так, что фактическая маржа окажется ниже требуемого уровня маржи, то счет будет с заниженной маржей. Клиент получит запрос на поддержание маржи, ему будет необходимо пополнить счет активами - деньгами или ценными бумагами.

Если же курс акций упадет, то продавец акций “без покрытия” может снять со своего счета некоторое количество денег, так как значение фактической маржи превысит исходный требуемый уровень маржи и счет станет с избыточной маржей.

В случае, если уровень фактической маржи выше требуемого, но ниже исходного, счет становится ограниченным, и любая операция, приводящая к уменьшению фактической маржи на счете клиента, будет запрещена.

| Агрегированные операции

Клиент брокерской компании, открывший счет с использованием маржи, может через него одновременно купить или продать “без покрытия” несколько различных ценных бумаг. Каково состояние его счета в данное время - с заниженной маржей, с ограниченной или избыточной маржей - зависит от общего объема операций, осуществляемых по данному счету. Например, если поведение стоимости какой-либо акции приводит к понижению значения фактической маржи, а поведение стоимости другой акции - к повышению этого значения, то можно провести взаимную компенсацию.

При множественных покупках агрегирование осуществляется просто. Баланс маржи пересматривается путем пересчета рыночной стоимости всех принадлежащих клиенту акций, исходя из текущих рыночных курсов. Фактическая маржа рассчитывается по формуле, аналогичной Формуле 1:

$$FM = \frac{\sum_{i=1}^N L_{t_i} - L_0}{\sum_{i=1}^N L_{t_i}} \times 100\% , \quad (\text{Формула 1.1})$$

где L_{t_i} - текущая рыночная стоимость i -ой ценной бумаги, принадлежащей клиенту,

L_0 - заемные средства,

N - количество эмитентов ценных бумаг в портфеле клиента.

Сходным образом определяется фактическая маржа при множественных продажах “без покрытия”. Ежедневной переоценке с учетом изменений рыночных курсов подвергаются обязательства, представляющие собой совокупную стоимость взятых в долг акций. Фактическая маржа рассчитывается по формуле, аналогичной Формуле 2:

$$FM = \frac{S_0 - \sum_{i=1}^N S_{t_i}}{\sum_{i=1}^N S_{t_i}} \times 100\% , \quad (\text{Формула 2.1})$$

где S_0 - стоимость проданных “без покрытия” ценных бумаг,

S_{t_i} - текущая рыночная стоимость взятой в займы i -ой ценной бумаги,

N - количество эмитентов ценных бумаг, проданных “без покрытия”, в портфеле клиента.

Более сложная ситуация, когда клиент одновременно продает “без покрытия” одни акции и покупает другие. Это объясняется тем, что формулы 1.1 и 2.1 для вычисления фактической маржи при покупках и продажах различны. Это видно по их знаменателям: для покупок с использованием заемных денег в знаменателе стоит рыночная стоимость активов, а для продаж “без покрытия” - рыночная стоимость взятых в займы бумаг. Ни одно из этих уравнений неприменимо для расчетов итоговой фактической маржи при одновременных покупках и продажах “без покрытия”. Однако, счет можно проанализировать, исходя из стоимости активов, необходимых для обеспечения требуемого уровня маржи.

Пример: Клиент продал “без покрытия” 100 акций IBM по \$100 за штуку и купил с использованием заемных средств 100 акций AOL (America Online) по \$50 за штуку. Исходный и минимальный требуемые уровни составляют соответственно 60 и 30%. Предположим, что сейчас акции IBM и AOL котируются по \$110 и \$40 соответственно. В данной ситуации необходимо, чтобы клиент имел достаточное количество активов для гарантирования займа акций IBM и займа денег, использованных для покупки акций AOL.

Сумма, требуемая в качестве обеспечения короткой позиции по акциям IBM, равна текущей рыночной стоимости этих акций, умноженной на сумму единицы и минимального требуемого уровня маржи, выраженного в долях единицы: $100 \times \$110 \times (1 + 0.3) = \14300 .

Сумма, необходимая в качестве обеспечения покупки акций AOL, равна стоимости займа, деленной на разность единицы и минимального требуемого уровня маржи: $\frac{\$50 \times 100 \times (1 - 0.6)}{1 - 0.3} = \2857 .

Отсюда, общая искомая сумма составляет $\$14300 + \$2857 = \$17157$. Поскольку текущий курс активов на счете составляет \$20000, то клиент не получит запроса на поддержание уровня фактической маржи.

Чтобы определить не является ли счет ограниченным, проводим аналогичные вычисления, подставив вместо минимального требуемого уровня маржи в 30%, исходный уровень в 60%. Получаем следующую сумму $100 \times \$110 \times (1 + 0.6) + \frac{\$50 \times 100 \times (1 - 0.6)}{1 - 0.6} = \22600 , которая указывает на ограниченность счета.⁴

⁴ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997 г.

§2. Регулирование маржинальной торговли на рынке ценных бумаг США

Рынок ценных бумаг США регулируется федеральными и местными (по штатам) законами. На федеральном уровне - это Закон о ценных бумагах и биржах от 1934 года⁵. Глобальный надзор за исполнением этого Закона осуществляет Комиссия по ценным бумагам и биржам США.

Часть своих полномочий Комиссия делегировала другим органам, поощряя тем самым систему саморегулирования, но оставила за собой право вносить изменения или дополнения в существующие правила и инструкции. Так контроль за торговлей зарегистрированными бумагами возложен на фондовые биржи, на внебиржевом рынке – на Комиссию Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам⁶.

Маржинальная торговля отличается от обычной торговли ценными бумагами тем, что в данном случае происходит кредитование либо деньгами, либо бумагами, и вполне логично, что контроль и установление нормативов закреплен за Федеральной Резервной Системой (ФРС), в частности, за Советом Управляющих ФРС.⁷

Регулирование размера предоставляемых заемных средств для маржинальной торговли прописано в дополнительных правилах T, U, G к Закону о ценных бумагах и биржах и распространяется на всех участников рынка ценных бумаг. Правило T

⁵ *Securities Exchange Act of 1934 (Закон о торговле ценными бумагами 1934г.) – Закон о создании Комиссии по ценным бумагам и биржам, наделивший ее полномочиями регулировать фондовые рынки, выпуск, куплю – продажу ценных бумаг и деятельность работников данной сферы, а также наблюдать за выполнением закона о раскрытии информации существенной информации, относящейся к размещению ценных бумаг и требований к размерам кредита, предъявляемых Советом управляющих Федеральной резервной системы.*

⁶ *National Association of Securities Dealers (NASD) - Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам. Саморегулируемая организация, устанавливающая правила для своих членов и регулирующая деятельность брокеров и дилеров на внебиржевом рынке.*

⁷ *Федеральная резервная система (от англ. FRS – Federal Reserve System) – объединение 12 федеральных резервных банков, выполняющих в совокупности функции Центрального банка США, а*

создана Советом Управляющих ФРС и призвана регулировать продление кредитов, выдаваемых брокерскими фирмами или брокерским фирмам. Аналогом инструкции T в банковской сфере является правило U, а для всех остальных видов финансовой деятельности правило G. Вышеназванные правила касаются выдачи и продления кредита. Другой стороной этой же операции является получение кредита, которое регулируется инструкцией X⁸. Рассмотрим эти правила подробнее.

| *Правило T*

Покупать и продавать на маржинальный счет разрешается все ценные бумаги, зарегистрированные на национальных фондовых биржах США, с января 1999 года ценные бумаги из листинга внебиржевого рынка NASDAQ⁹, а также акции иностранных фирм, список которых 4 раза в год публикуется Советом Управляющих ФРС. Обычно их называют маржинальными ценными бумагами (*marginable stocks*).

В отличие от стандартного кредитования, при маржинальной торговле кредитный риск уменьшается в силу наличия обеспечения в виде всех ценных бумаг на счете клиента, а рыночный риск остается – риск обесценения ценных бумаг. Вследствие чего возникает необходимость определения соотношения собственных и заемных средств, таким образом, чтобы вероятность потерь при возможном резком падении текущей стоимости обеспечения была бы минимальна: правило T накладывает ограничения на величину кредитов, предоставляемых клиенту брокерами и дилерами. Необходимо выделить следующие основные положения:

также коммерческие банки (более 6000) являющиеся членами ФРС, включает также в себя Совет Управляющих.

⁸ *Рубцов Б.Б. Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: Инфа. – М., Московское агентство ценных бумаг, 1996. – 304 с.*

⁹ *National Association of Securities Dealers Automated Quotation (NASDAQ)- автоматизированные котировки Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Автоматизированная общенациональная телекоммуникационная сеть, управляемая данной ассоциацией и объединяющая дилеров и брокеров на внебиржевом рынке, позволяет участникам рынка получать текущие котировки.*

1. Первоначальная маржа для покупки ценных бумаг, конвертируемых облигаций и продаж “без покрытия” - 50%. Биржи и брокеры могут самостоятельно, исходя из их собственных оценок рыночных рисков, устанавливать более высокий уровень первоначальной маржи и вводить минимально допустимый уровень маржи. Нормативные уровни, устанавливаемые брокерами, должны быть не ниже нормативных уровней бирж.

Активы, находящиеся на одном счете не могут служить обеспечением другого счета, либо должны быть проведены и зафиксированы в учетной системе операции по переводу активов на этот счет.

2. Никакие поручительства по маржинальному счету не действительны.

3. Срок исполнения маржинального требования – один платежный день с момента возникновения недостаточности обеспечения. Если клиент не исполняет маржинальное требование в срок, и недостаточность обеспечения составляет не менее \$1000, брокер обязан реализовать часть активов со счета клиента до превышения минимально допустимого уровня маржи.

4. Установлены следующие требования для включения ценных бумаг, торгуемых на внебиржевом рынке (over-the-counter market), в список внебиржевых маржинальных ценных бумаг:

| не менее четырех зарегистрированных дилеров являются маркет-мейкерами¹⁰ по данной ценной бумаге в автоматизированной котировальной системе на постоянной основе;

| минимальная средняя цена покупки данной ценной бумаги, определяемая по методу Совета Управляющих ФРС, \$5;

| ценная бумага выпущена и зарегистрирована в порядке и в соответствии с Законом о ценных бумагах;

| ценная бумага торговалась публично не менее 6 месяцев;

¹⁰ *Маркет-мейкер (дилер) (market-maker) – лицо, способствующее торговле ценными бумагами, финансовыми инструментами, которое постоянно объявляет твердые котировки на покупку и продажу и вступает в сделки за свой собственный счет.*

- | капитализация эмитента составляет не менее \$ 4 млн;
- | количество акционеров данного эмитента должно быть не менее 1 200, не включая акционеров в менеджменте компании-эмитента и крупных акционеров, владеющих не менее 10% акций, или ежедневный оборот по ценной бумаге составляет не менее 500 акций;
- | на открытом рынке должно торговаться не менее 400 000 акций, дополнительно к акциям, принадлежащим менеджменту компании-эмитента и крупным акционерам, владеющим не менее 10% акций;
- | срок осуществления деятельности эмитента должен составлять не менее 3 лет.

5. Требования к ценным бумагам, включенным в список внебиржевых маржинальных ценных бумаг:

- | не менее трех зарегистрированных дилеров являются маркет-мейкерами по данной ценной бумаге в автоматизированной торговой системе на постоянной основе;
- | минимальная средняя цена покупки данной ценной бумаги, определяемая по методу Совета Управляющих ФРС, \$2;
- | ценная бумага выпущена и зарегистрирована в порядке и в соответствии с Законом о ценных бумагах; капитализация эмитента составляет не менее \$ 1 млн.;
- | количество акционеров данного эмитента должно быть не менее 800, не включая акционеров в менеджменте компании-эмитента и крупных акционеров, владеющих не менее 10% акций, или ежедневный оборот составляет не менее 300 акций;
- | на открытом рынке должно торговаться не менее 300 000 акций, дополнительно к акциям, принадлежащим менеджменту компании-эмитента и крупным акционерам, владеющим не менее 10% акций.

6. Внебиржевая или иностранная ценная бумага, несмотря на несоответствие или соответствие ценной бумаги всем необходимым требованиям, может быть включена, не включена либо исключена из списка маржинальных ценных бумаг, если

Совет Управляющих ФРС посчитает это необходимым или отвечающим общественным интересам.

7. Покупки, проведенные по обычному денежному счету, оплачиваются в течение 7 рабочих дней (брокерские компании требуют оплаты в течение 5 рабочих дней):

| Если оплата не получена в течение 7 рабочих дней, то либо позиция должна быть ликвидирована, либо кредит должен быть продлен по запросу компании (такое продление получается с согласия саморегулируемой организации¹¹, которая взимает за это соответствующую плату).

| Правила Нью-йоркской фондовой биржи не разрешают продлевать кредиты по одному счету более чем 5 раз в год. В обратном случае счет ограничивается сроком на 90 дней. В период действия ограничений (замораживания), на счету должны иметься денежные средства, достаточные для проведения покупок.

8. Если клиент продает ценные бумаги до того, как они полностью оплачены, такой прием называют “проезд зайцем”, в этом случае счет замораживают на 90 дней. Однако, если клиент оплачивает покупку до завершения взаиморасчетов, ограничения снимаются.

9. Брокерским компаниям запрещается организовывать кредиты для своих клиентов у третьих лиц на условиях более лучших нежели те, которые она смогла бы предоставить сама¹².

| *Правило U*

Правило U регулирует размеры ссуд, выдаваемых банками или компаниями, не являющимися брокерами, дилерами. Ссуды делятся на целевые и нецелевые. Нецелевые ссуды выдаются, например, для пополнения оборотных средств под залог маржинальных ценных бумаг. Целевые ссуды предоставляются для непосредственной

¹¹ Саморегулируемые организации (СРО) – добровольные объединения профессиональных участников рынка ценных бумаг, устанавливающих для своих членов правила поведения на рынке.

¹² Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. -М.: Экономика, 1998. -222 с.

покупки маржинальных ценных бумаг. Максимальный размер кредита не должен превышать 50% от рыночной стоимости маржинальных ценных бумаг.

Кроме того, существует такая разновидность целевых ссуд как специальные целевые ссуды. Их главное отличие состоит в том, что Совет Управляющих ФРС не ограничивает их максимальный размер, но выдаются они только брокерам и дилерам и только под определенные операции.

Типы специальных целевых ссуд:

1. Ссуды на кредитование клиентских покупок ценных бумаг под обеспечение активами клиента брокерской компании;

2. Временные ссуды для финансирования покупок или продаж при сделках “поставка против платежа” с обязательным возвратом по окончании расчетов по транзакции;

3. Ссуды для финансирования внутрисуточных операций (intra-day operations)¹³ по ценным бумагам;

4. Ссуды для финансирования арбитражных операций¹⁴ клиентов и другие.

За день до предоставления подобной ссуды брокер или дилер обязан предоставить письмо кредитору, являющимся основанием для получения ссуды, в котором он указывает на какие цели берется ссуда¹⁵.

| **Правило G**

Специальное исследование, проведенное Комиссией по ценным бумагам и биржам подтвердило существование группы нерегулируемых кредиторов, которые финансировали покупку или "перенос" ценных бумаг периодически и регулярно.

В 1968 г. Совет Управляющих ФРС решил данную проблему, приняв Правило G. В отличие от двух более ранних правил это правило начинается с требования регистрации в Комиссии по ценным бумагам. Как сейчас звучит это правило, каждое

¹³ *Внутрисуточные операции (intra-day operations) – покупка и продажа одной и той же ценной бумаги в том же количестве в тот же торговый день.*

¹⁴ *Арбитраж, арбитражные операции (arbitrage) – одновременная покупка и продажа одинаковых или сходных ценных бумаг на различных рынках при благоприятной разнице цен.*

¹⁵ *Источник полученной информации: www.sec.gov*

лицо, которое в "обычном порядке ведения дел" и в течение любого календарного квартала предоставляет или переносит кредит на сумму 100 тыс. долл. или более, обеспеченный любой маржинальной ценной бумагой, или которое имеет неоплаченными 500 тыс. долл. или большую сумму такого кредита в какой-либо момент в течение квартала, должно осуществить регистрацию в Комиссии в течение 30 дней после окончания этого квартала.

| Инструкция X

Инструкция X ограничивает размер кредита, полученного от иностранных компаний, на покупку ценных бумаг в США. Суть данной инструкции сводится к тому, что любой кредит, предоставленный компанией-нерезидентом США, для покупки маржинальных ценных бумаг подпадает под регулирование положениями Правил T и U.

Как изменялись со временем требования к объему выданных по вышеописанным правилам маржинальных кредитов клиентам Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) можно увидеть в Приложении 1 к данной дипломной работе, а к размеру первоначальной маржи – в следующей таблице 1¹⁶:

Таблица 1

Дата изменений	Покупка на маржинальный счет	Продажа "без покрытия"
15.10.34	45%	По требованию брокеров
01.02.36	55%	По требованию брокеров
01.11.37	40%	50%
05.02.45	50%	50%
05.07.45	75%	75%
21.01.46	100%	100%
01.02.47	75%	75%
30.03.49	50%	50%
17.01.51	75%	75%
20.02.53	50%	50%
14.01.55	60%	60%

¹⁶ Источник полученной информации: www.nyse.com

23.04.55	70%	70%
16.01.58	50%	50%
05.08.58	70%	70%
16.10.58	90%	90%
28.07.60	70%	70%
10.07.62	90%	90%
06.11.63	70%	70%
08.06.68	80%	80%
06.05.70	65%	65%
06.12.71	55%	55%
24.11.72	65%	65%
03.01.74	50%	50%

| Дополнительные требования при осуществлении маржинальных сделок.

Кроме правил T, U, G и инструкции X, национальные фондовые биржи, такие как, например, Нью-Йоркская фондовая биржа (NYSE), Американская фондовая биржа (AMEX) и другие, устанавливают свои дополнительные требования:

1. минимальная сумма для открытия маржинального счета – обычно не менее \$2 000 или маржинальных ценных бумаг на эту сумму;
2. минимально допустимая маржа по счету клиента – обычно 25%;
3. уровень первоначальной маржи может быть повышен при определенных обстоятельствах, как для всех маржинальных ценных бумаг, так и для отдельных;
4. специальные маржинальные требования для клиентов, совершающих внутрисуточные операции.

Чтобы дать некоторое представление о масштабах маржинальной торговли на ведущих площадках США, можно использовать статистические данные с Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) и внебиржевого рынка NASDAQ¹⁷ (Таблица 2).

Дебетовый остаток представляет собой сумму денежных средств, позаимствованных у брокерской компании для покупки с использованием маржи, то есть это долг клиента перед брокерской компанией. Свободные денежные средства – это денежные средства, которые клиент может в любой момент забрать (при

¹⁷ Источник полученной информации: www.nyse.com и www.nasdaq.com

избыточной марже), а также другие денежные средства на счете в обеспечение неисполненных сделок, например, если брокер по поручению клиента продал акции, которые клиент должен поставить на счет в течение некоторого срока, на \$50 000, то полученные в результате \$50 000 клиент не сможет снять со счета, пока бумаги не будут поставлены.

Таблица 2.

Месяц/ Год	Статистика NASDAQ (\$млн.)		Статистика NYSE (\$млн.)		
	Дебетовый остаток на маржинальных счетах клиентов	Свободные денежные средства на маржинальных счетах клиентов	Дебетовый остаток на маржинальных счетах клиентов	Свободные денежные средства на денежных счетах клиентов	Свободные денежные средства на маржинальных счетах клиентов
Jan-97	3,877	4,706	99,460	41,280	22,870
Feb-97	3,886	4,768	100,000	40,090	22,200
Mar-97	4,675	5,573	100,160	41,050	22,930
Apr-97	3,972	4,565	98,870	37,560	22,700
May-97	5,087	5,429	106,010	39,400	22,050
Jun-97	5,403	6,722	113,440	41,840	23,860
Jul-97	4,900	5,439	116,190	43,985	24,290
Aug-97	4,594	4,876	119,810	42,960	23,375
Sep-97	5,912	5,687	126,050	43,770	23,630
Oct-97	6,301	5,872	128,190	47,465	26,950
Nov-97	5,411	5,054	127,330	45,470	26,735
Dec-97	5,470	5,020	126,090	52,160	31,410
Jan-98	5,122	5,262	127,790	48,620	29,480
Feb-98	5,738	5,842	135,590	48,640	27,450
Mar-98	6,196	6,810	140,340	51,340	27,430
Apr-98	6,349	6,561	140,240	51,050	28,160
May-98	6,693	6,204	143,600	47,770	26,200
Jun-98	6,657	6,846	147,700	51,205	29,840

Jul-98	6,610	7,087	154,370	53,780	31,820
Aug-98	8,079	7,783	147,800	53,850	38,460
Sep-98	7,001	7,669	137,540	54,240	41,970
Oct-98	8,239	10,069	130,160	54,610	43,500
Nov-98	8,987	11,242	139,710	56,170	40,620
Dec-98	7,694	8,807	140,980	62,450	40,250
Jan-99	9,082	10,720	153,240	59,600	36,880
Feb-99	11,379	12,763	151,530	57,910	38,850
Mar-99	9,772	10,386	156,440	59,435	40,120
Apr-99	11,449	10,220	172,880	60,870	41,200
May-99	11,966	11,356	177,984	61,665	41,250
Jun-99	10,765	10,017	176,930	64,100	42,865
Jul-99	11,143	10,687	178,360	60,000	44,330
Aug-99	11,226	10,319	176,390	62,600	44,230
Sep-99	10,425	11,272	179,316	62,810	47,125
Oct-99	11,987	11,332	182,272	61,085	51,040
Nov-99	12,024	14,106	206,280	68,200	49,480
Dec-99	13,437	12,382	228,530	79,070	55,130
Jan-00	16,919	15,007	243,490	75,760	57,800
Feb-00	18,996	17,370	265,210	79,700	56,470
Mar-00	21,403	17,452	278,530	85,530	65,020
Apr-00	17,016	14,748	251,700	76,190	65,930

Как видно из таблицы, по объемам, маржинальная торговля на NASDAQ уступает NYSE на порядок, но все же общая тенденция, которая наблюдается в последние годы в объемах торговли на заимствованные средства, направлена на рост объемов этих операций, следовательно, и рост общих размеров кредитов под эти операции.

Подтверждает данный вывод и статистические данные с Нью-Йоркской фондовой биржи (NYSE) за временной период с 1990 по 2000 гг., который показан в Приложении 2 данной дипломной работы. Как видно из представленной диаграммы данный вид услуг всегда был популярен среди американских инвесторов, а в настоящее время объем выданных маржинальных кредитов резко возрос, вызывая тем самым беспокойство со стороны ФРС.

Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам ввела свои дополнительные требования для маржинальной торговли на NASDAQ:

| минимальная сумма собственных средств, в виде активов или денежных средств, на счету - \$2 000;

| минимально допустимая маржа по счету клиента равна 25% от текущей рыночной стоимости ценных бумаг, купленных с использованием маржи, плюс максимум из двух сумм - $\$2.50 \times$ количество проданных “без покрытия” акций или 100% от их текущей рыночной стоимости, если продажа была совершена по цене ниже \$5.00, плюс максимум из двух сумм - $\$5.00 \times$ количество проданных “без покрытия” акций или 100% от их текущей рыночной стоимости, если продажа была совершена по цене не ниже \$5.00;

| специальные маржинальные требования для клиентов, совершающих внутрисуточные операции.

| Ограничение на проведение продаж “без покрытия”

Продажи “без покрытия” (короткие продажи) имеют два положительных момента: они повышают ликвидность рынка и способствуют эффективности рынка. Короткие продажи ценных бумаг профессиональными участниками рынка, такими как маркет-мейкеры, проводящими операции на фондовом рынке для выравнивания возникающих временных дисбалансов между спросом и предложением на ценные бумаги, ведут к существенному увеличению ликвидности.

На эффективном рынке любая ценная бумага оценивается по своей справедливой стоимости. Когда продавец “без покрытия” спекулирует на движениях рынка вниз, то его транзакция ни что иное, как зеркальное отображение транзакции покупателя, который спекулирует на движениях рынка вверх.

Несмотря на свои положительные качества, короткие продажи могут быть использованы как инструмент для манипуляции рыночными ценами. Например, в октябре 1929 года произошел “медвежий рейд” (“bear raid”)¹⁸, когда массированные

¹⁸ “Медвежий рейд”, “медведи на рынке” - участники рынка, играющие на понижение. Классический “медвежий рейд” представляет собой продажу ценных бумаг на падающих ценах с последующей их покупкой по еще более низкой цене, причем с учетом отложенного срока реализации сделки она может быть не подкреплена реальным товаром – продажа “без покрытия”.

короткие продажи на падающем рынке привели к беспрецедентному обвалу на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Продажи “без покрытия” были одним из основных вопросов, изучаемых Конгрессом США до ввода в действие Закона о биржах, но Конгресс не принял никаких решений о допустимости подобных операций на фондовом рынке. Вместо этого, он дал полномочия Комиссии по ценным бумагам на регулирование коротких продаж с целью предотвращения злоупотреблений посредством таких продаж.

Правила, регулирующие продажи “без покрытия” (Rule 10a-1, [4]), были впервые прописаны в Законе о ценных бумагах 1934 года, когда объемы торговли на рынках были гораздо меньшими и торговые стратегии более простыми. Небольшие изменения были внесены в 1937 году в связи с сильным падением цен акций на рынке.

С тех пор, в торговле ценными бумагами многое изменилось – значительно увеличились обороты, скорость проведения операций, торговые стратегии стали более сложными и запутанными, однако, правила не пересматривались и не менялись.

Правила возлагают на Комиссию по ценным бумагам полномочия по регулированию коротких продаж ценных бумаг, зарегистрированных на национальных фондовых биржах в целях защиты инвесторов.

Согласно этим правилам любая ценная бумага, зарегистрированная на национальной фондовой бирже, может быть продана “без покрытия” по цене выше цены предыдущей сделки (plus tick), или по цене равной цене последней сделки, но превышающей цену предпоследней сделки по другой цене (zero-plus tick). Данные два условия обычно называются “тик тест” (tick test). Крупнейшие фондовые биржи такие, как Нью-Йоркская и Американская, адаптировали эти условия на своих площадках.

Принимая это правило, Комиссия преследовала следующие задачи:

| разрешить короткие продажи на растущем рынке, чтобы способствовать эффективности рынка;

| исключить возможность совершения нескольких коротких продаж подряд по понижающимся ценам, таким образом, не допустить использования продаж “без покрытия” как инструмент для снижения рыночных цен;

исключить возможность ухудшения ситуации на падающем рынке, где продавец, не имеющий собственных ценных бумаг, может обострить ситуацию, вызвать панику, побуждая обыкновенных продавцов к сбросу акций по более низким ценам, и извлечь отсюда выгоду.

В нижеприведенной Таблице 3 можно увидеть, как выросли объемы коротких продаж на Нью-Йоркской фондовой бирже с 1977 по 1998 годы¹⁹.

Таблица 3.

Статистика NYSE, короткие продажи, (тыс. штук)				
	Стандартные лоты			Нестандартные лоты клиентов
	Общий объем	Члены NYSE	Участники, не являющиеся членами NYSE	
1977	367,317	296,956	70,361	393
1978	532,625	436,643	95,982	364
1979	582,809	479,559	103,250	311
1980	957,652	802,222	155,430	433
1981	915,743	766,532	149,211	452
1982	1,530,934	1,266,314	264,620	438
1983	1,983,603	1,658,666	324,937	366
1984	2,022,462	1,664,440	358,022	520
1985	2,363,177	1,856,372	506,805	1,113
1986	3,115,038	2,361,512	753,526	5,975
1987	3,984,328	3,050,016	934,312	2,408
1988	3,061,459	2,149,428	912,031	5,598
1989	3,007,422	1,983,794	1,023,628	8,734
1990	3,535,526	2,171,071	1,364,455	8,229
1991	4,071,794	2,728,520	1,343,274	9,776
1992	3,949,339	2,732,093	1,217,246	14,434
1993	5,011,883	3,201,373	1,810,510	7,673
1994	5,808,301	3,587,267	2,221,034	21,135

¹⁹ Источник полученной информации: www.nyse.com

1995	7,087,060	3,809,188	3,277,872	17,169
1996	9,217,949	4,619,800	4,598,149	25,653
1997	12,821,793	6,876,255	5,945,538	31,132
1998	17,778,283	9,826,081	7,953,202	36,307

Вышеописанное правило распространяется только на ценные бумаги, торгуемые на биржах, поскольку оно было принято, когда еще не было внебиржевого рынка.

В 1986 году перед Национальной ассоциацией дилеров по ценным бумагам (NASD) была поставлена задача – провести исследования и разработать правила регулирования коротких продаж на внебиржевом рынке NASDAQ. Исследования показали, что условие “тик тест” будет ограничивать ликвидность рынка. Ссылаясь на разницу между биржевой и внебиржевой торговлей, Ассоциация разработала и предложила свое правило для NASDAQ, которое в 1994 году было одобрено Комиссией по ценным бумагам. Это правило носит название NASD Rule 3350. Суть его следующая – запрещаются короткие продажи по цене ниже текущей наилучшей цены на покупку, стоящей на экране системы NASDAQ, если эта цена ниже предыдущей наилучшей цены на покупку. Данное условие называется “бид тест” (bid test).

В 1996 году Национальная ассоциация дилеров по ценным бумагам представила результаты анализа экономических последствий применения правила 3350. Анализ показал, что правило очень эффективно сдерживает активность коротких продаж при больших движениях цен вниз и не оказывает неблагоприятного влияния на рыночные курсы ценных бумаг.

Короткие позиции и короткие продажи, относящиеся к хеджирующим стратегиям²⁰, подпадают под действие правила 10a-1, как и обычные спекулятивные продажи “без покрытия”. Это правило потенциально увеличивает транзакционные затраты компаний, использующих короткие продажи для хеджирования, в результате

²⁰ Хеджирующая стратегия (хеджирование) (от англ. Hedging) – биржевая стратегия, направленная на страхование, снижение риска; продавец (покупатель) заключает договор на продажу (покупку) ценной бумаги и одновременно осуществляет фьючерсную сделку противоположного характера; таким образом, любое изменение цены приносит продавцу (покупателю) проигрыш по одному контракту и выигрыш по другому.

потери времени на ожидание появления цены покупки, превышающей предыдущую цену покупки. Риски подобных стратегий также, благодаря правилу 10a-1, возрастают.

Растущий поток заявок и требований участников фондового рынка о пересмотре правил и введении некоторых послаблений, свидетельствующий о том, что правило стало сдерживающим фактором для развития рынка и рыночных инструментов, вынудил Комиссию по ценным бумагам начать исследования на предмет изменения правил, регулирующих продажи “без покрытия”. Учитывая, что подобные исследования занимают по несколько лет, американский фондовый рынок еще года 3 проживет по старым правилам.

| Требования к компаниям, предоставляющим услугу маржинальной торговли

Комиссия по ценным бумагам очень строго подходит к вопросу защиты интересов клиентов брокерских и дилерских компаний. Любая компания, которая держит у себя счета клиентов и предоставляет им услуги на рынке ценных бумаг, обязана поддерживать первоначальный чистый капитал на уровне не менее \$250 000. Хотя для обычных, то есть не имеющих клиентских счетов, брокеров или дилеров этот уровень гораздо ниже – не менее \$100 000. Кроме того, совокупная задолженность компании не должна превышать 1 500% от первоначального чистого капитала или 800% в течение первого года работы компании как брокера или дилера.

Поскольку в результате маржинальной торговли компания несет дополнительные риски, то Комиссия по ценным бумагам предъявляет дополнительные требования.

Компания обязана иметь в одном или нескольких банках специальные счета – резервные банковские счета в пользу клиентов (“Special Reserve Bank Account for the Exclusive Benefit of Customers”), которые должны быть отделены от остальных банковских счетов компании и на них не распространяются требования внешних кредиторов компании, в случае ее несостоятельности. При открытии подобных счетов компания уведомляет банк о статусе счета. На резервных банковских счетах компания депонирует ценные бумаги, гарантируемые правительством США, такие как

казначейские векселя, государственные облигации и т.д., и денежные средства. Совокупная стоимость активов на резервных банковских счетах должна всегда составлять как минимум сумму, равную рассчитанной по методике, представленной в следующей таблице 4²¹.

Таблица 4.

	Кредит	Дебет
1. Свободные денежные средства на счетах клиентов	\$
2. Заимствованные денежные средства на счетах клиентов	\$
3. Рыночная стоимость заимствованных у клиента ценных бумаг	\$
4. Рыночная стоимость ценных бумаг с просроченной поставкой на счет клиента	\$
5. Денежные средства на счетах компании для торговых операций с клиентами	\$
6. Рыночная стоимость ценных бумаг, полученных в форме дивидендов, в результате сплита и/или подобных операций, с просроченной поставкой свыше 30 дней	\$
7. Разница между рыночной стоимостью ценных бумаг, проданных “без покрытия” более 30 дней назад, и ценой исполнения короткой продажи	\$
8. Рыночная стоимость ценных бумаг, проданных “без покрытия” и кредитов на всех счетах переходящих сумм свыше 30 дней	\$
9. Рыночная стоимость всех ценных бумаг в пути свыше 40 дней, не подтвержденных трансфер-агентом или эмитентом в течении 40 дней	\$
10. Дебетовые остатки на счетах клиентов	\$
11. Ценные бумаги, заимствованных для совершения коротких продаж клиентов, и ценные бумаги, заимствованные для поставки на счета клиентов с просроченными поставками	\$
12. Ценные бумаги с просроченной поставкой не более 30 дней	\$
13. Денежные средства, требуемые для поддержания достаточности обеспечения и задепонированные в Клиринговой Корпорации Опционов под все проданные и купленные на счет клиента опционы	\$
Итого	\$
14. Превышение общей суммы кредитовых статей (сумма 1-9) над общей суммой дебетовых статей (сумма 10-13)	\$	

²¹ Источник полученной информации: www.sec.gov

Конечная сумма, полученная в статье 14, и есть тот необходимый минимум, который компания должна держать на резервных банковских счетах. Перерасчет этой суммы производится компанией в конце каждой недели, и если в результате сумма резервируемого минимума увеличилась, то в первый день следующей недели компания в течение первого часа начала банковского дня обязана довести на резервный счет недостающие активы. Однако, некоторым компаниям разрешается делать перерасчет один раз в конце месяца, но депонировать они должны активы на сумму не менее 105% от рассчитанного резервируемого минимума. Такие компании должны удовлетворять следующим условиям:

| совокупная задолженность не превышает 800% от первоначального чистого капитала;

| сумма свободных денежных средств на счетах клиентов не превышает \$ 1 млн.

В случае если сумма резервируемого минимума уменьшилась, то компания может забрать часть активов со счетов.

Комиссия по ценным бумагам требует, чтобы компании, осуществляющие маржинальную торговлю, могли осуществлять полный контроль за ценными бумагами и денежными средствами, находящимися на маржинальных счетах клиентов, поскольку эти активы являются обеспечением под выданные займы. Обычно компании при открытии счета клиента оговаривают в соглашении, что все ценные бумаги клиента будут регистрироваться на имя компании. Естественно клиенты могут опасаться того, что в случае банкротства компании, они потеряют свои активы. Однако, если это произойдет, то Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги (Securities Investor Protection Corporation, SIPC)²² возместит потери клиента на сумму до \$500 000.

²² Корпорация защиты инвесторов в ценные бумаги (Securities Investor Protection Corporation, SIPC) – опирающаяся на гарантии федерального правительства корпорация, которая защищает клиентов от потери наличности или ценных бумаг в результате банкротства брокера. Размер выплачиваемой инвесторами компенсации ограничен. Компенсационный фонд формируется за счет взносов членов корпорации, в число которых входят все члены бирж и большинство членов Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам.

Некоторые брокерские компании не ограничиваются этим и обеспечивают клиентам частную страховку дополнительно к страхованию, предоставляемому Корпорацией.

Компания может занять одни ценные бумаги в обмен на другие на одну и ту же суммарную стоимость. Заимодателем может быть другая брокерская или дилерская компания, институциональный инвестор, фонд или один из клиентов самой компании. Обычно подписывается соглашение с заимодателем, где строго фиксируется, какие бумаги предоставляет компания в обеспечение займа, в каком количестве и на какой срок. Кроме того, может быть дополнительно оговорено, какие бумаги заимодатель согласен получить вместо тех, которые он предоставил. Ценные бумаги в обеспечение переводятся на счет заимодателя. Ежедневно суммарная стоимость акций полученных и предоставленных в обеспечение пересчитывается по текущему рыночному курсу, и в случае, если стоимость обеспечения оказывается ниже, то компания должна предоставить заимодателю дополнительные активы, чтобы довести обеспечение до 100% от заимствованных ценных бумаг. Необходимо заметить, что в данном случае заимодатель не подпадает под “Закон о защите инвесторов ценных бумаг” и, если компания не сможет вернуть взятые ценные бумаги, то заимодатель сможет удовлетворить свои требования только за счет обеспечения, которое у него находится.

Компании, осуществляющие маржинальную торговлю, на постоянной основе отчитываются перед саморегулируемыми организациями, в которых они состоят. Так, компании, торгующие на внебиржевом рынке, подают свои финансовые отчеты, отчеты об открытых клиентами позициях, о сумме кредитов и коротких позиций в Национальную ассоциацию дилеров по ценным бумагам, а на биржах отчитываются перед самой биржей. Кроме того, компании обязаны отсылать свои финансовые отчеты в Комиссию по ценным бумагам и Федеральную резервную систему как минимум раз в год или чаще - по их запросу²³.

Таким образом, маржинальная торговля на фондовом рынке США является объектом серьезного контроля со стороны всех регулирующих органов, благодаря

²³ Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д. *Фондовые рынки США и России: становление и регулирование.* -М.: Экономика, 1998. -222 с.

чему все участники, вовлеченные в маржинальную торговлю, защищены от большинства рисков, связанных с предоставлением данной услуги.

В течение всего времени существования маржинальная торговля была очень популярна на американском фондовом рынке, при этом более половины клиентов не пользовались услугой маржинального кредитования на все 100 %, о чем свидетельствуют результаты опроса, проведенного по заказу Securities Industry Associaton, результаты которого показаны в Приложении 3 к данной дипломной работе. Следует также отметить, что до сегодняшнего момента американские инвесторы так и не определились в том, насколько положительно или отрицательно влияет данный вид операций на рынок ценных бумаг согласно диаграмме, представленной в Приложении 4.

Глава II. Маржинальная торговля на российском рынке ценных бумаг

Характеристика брокерских компаний, предлагающих на российском рынке ценных бумаг услугу маржинальной торговли

Все российские брокерские компании, предоставляющие услугу маржинальной торговли, условно можно поделить на три группы:

1. Брокерские компании, строящие свой бизнес таким образом, что маржинальная торговля является основным источником прибыли. Их отличают огромные обороты по сравнению с собственным капиталом, достаточно высокие “кредитные плечи”, низкие комиссионные вознаграждения.

2. Брокерские компании, предоставляющие услугу маржинальной торговли как дополнительную ко всем другим.

3. Брокерские компании, предоставляющие услугу маржинальной торговли только для VIP-клиентов.

В основном маржинальная торговля на российском рынке ценных бумаг сосредоточена на Фондовой секции ММВБ²⁴, что можно объяснить следующими причинами:

| брокерской компании необходимо полностью контролирует активы клиентов и их операции – клиент не сможет без ведома компании вывести со счета акции, являющиеся обеспечением под заемные средства, или купить-продать больше ценных бумаг, чем позволяет фактическая маржа на счете;

| большое количество маркет-мейкеров (72 компании), что является одним из основных факторов высокой ликвидности площадки;

| отсутствует риск непоставки или неоплаты – активы резервируются заранее и расчеты происходят день в день по принципу “поставка против платежа”; кроме того, стороной по сделке всегда выступает биржа, то есть компании не подвергаются контрагентским рискам;

| низкие транзакционные издержки брокерских компаний;
| торговля на этой площадке доступна даже мелким клиентам, тем более, что все больше компаний предоставляют доступ к торгам на бирже через интернет-системы.

На внебиржевом рынке РТС²⁵ маржинальных операций совершается существенно меньше, так как их ликвидность ниже, чем на Фондовой секции ММВБ, всего 11 маркет-мейкеров; присутствует контрагентский риск, расчеты по сделкам происходят по принципу 3+2, кроме того, минимальный лот в 5 тысяч долларов и высокие транзакционные издержки, связанные с оформлением и исполнением сделок, сразу отсекают всех мелких клиентов.

Некоторые компании разрешают своим клиентам совершать маржинальные операции с акциями ОАО “Газпром” на Московской фондовой бирже, но только внутри дня. Основной риск здесь состоит в том, что акции хранятся на персональных счетах клиентов, и компании не всегда могут проконтролировать вывод ценных бумаг клиентами; например, клиент покупает за заемные деньги акции, а затем переводит эти акции в другое место хранения.

Как видно из всего вышесказанного, маржинальная торговля стала достаточно распространенным видом торговли на российском фондовом рынке.

Рассмотрим далее более подробно отдельные стороны организации маржинальных операций российскими брокерскими компаниями²⁶.

/ Юридическая сторона проведения маржинальных сделок²⁷.

С юридической точки зрения маржинальные операции в пределах одного торгового дня рассматриваются как обычные брокерские операции по поручению

²⁴ ММВБ – Московская межбанковская валютная биржа – www.micex.com

²⁵ РТС - Российская торговая система – www.rts.com

²⁶ Иоффе Д. Проблемы и перспективы развития маржинальной торговли. // Рынок ценных бумаг. – 2000. – № 19 (178). – с.22-25.

²⁷ Все ссылки на статьи ГК РФ сделаны в соответствии с изданием: Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая и вторая. Официальный текст по состоянию на 15 февраля 1998 года. – Издательская группа НОРМА-ИНФА. М. – Москва, 1998.

клиента, осуществляемые брокером на свои средства с последующим, в конце торговой сессии, возмещением этих активов клиентом.

Брокер в этом случае действует согласно заключенному с клиентом договору комиссии, в соответствии с которым одна сторона (комиссионер) обязуется по поручению другой стороны (комитента) за вознаграждение совершить одну или несколько сделок от своего имени, но за счет комитента (статья 990 Гражданского кодекса РФ). Возмещение затраченных средств брокером при осуществлении маржинальной сделки производится на основании статьи 1001 Гражданского кодекса РФ, где сказано, что “комитент обязан помимо уплаты комиссионного вознаграждения, а в соответствующих случаях и дополнительного вознаграждения за делькредере²⁸ возместить комиссионеру израсходованные им на исполнение комиссионного поручения суммы”.

Брокерская компания в праве удержать денежные средства с клиента в силу статей 359 и 996 ГК РФ, где говорится об основаниях удержания и праве на вещи, являющиеся предметом комиссии. Также брокерская компания в праве удовлетворять свои требования из стоимости удерживаемых ценных бумаг в соответствии со статьей 360 ГК РФ в объеме и порядке, предусмотренном для удовлетворения требований, обеспеченных залогом.

В случае несоблюдения требований по погашению задолженности клиента перед брокерской компанией в результате совершения маржинальной сделки, брокер в праве в соответствии со статьей 328 ГК РФ приостановить исполнение любых торговых поручений клиента, распоряжений клиента по брокерскому счету, а также любых поручений депо клиента, направленных на распоряжение ценными бумагами клиента, на которые распространяется право удержания, кроме тех, которые необходимы для погашения возникшей задолженности.

²⁸ Делькредере – условие договора комиссии, по которому комиссионер за особое вознаграждение принимает на себя (перед получателем-комитентом) ответственность за исполнение сделки третьим лицом. Таким образом, комиссионер, берущий на себя делькредере, не только продает ценные бумаги, но и гарантирует их оплату, даже если покупатель оказывается неплатежеспособным.

Если на момент существования задолженности клиента перед брокерской компанией по возврату ценных бумаг, от клиента в брокерскую компанию поступают поручения депо на списание ценных бумаг со счета депо клиента в депозитарий компании, то в силу статьи 410 ГК РФ, по одностороннему заявлению брокерской компании, обязательство клиента по возврату ценных бумаг будет полностью или частично прекращено зачетом встречного однородного требования клиента к брокерской компании.

В силу статей 997 и 410 ГК РФ брокерская компания вправе удерживать причитающиеся ей по договору комиссии суммы, в том числе сумму возмещения и/или сумму дополнительного вознаграждения плюс НДС, начисленного на сумму дополнительного вознаграждения.

В принципе, можно сказать, что основание для разграничения имеющихся у клиента средств на собственные и заемные носит чисто экономический характер, так как порядок формирования активов покупателя отражается только в бухгалтерской документации и безразличен с правовой точки зрения.

В соответствии со ст. 807 ГК 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 или равное количество других полученных им вещей того же рода и качества.

Зачастую клиент, желающий совершать маржинальные сделки, недооценивает либо даже не предполагает, какие риски он на себя берет, что чревато для инвестиционной компании конфликтами и, как следствие, может негативно сказаться на репутации компании и обслуживающего брокера. Поэтому кроме подписания договора, клиента необходимо ознакомить с основными рисками, которые возникают при маржинальной торговле, и подписать еще один документ, так называемую “Декларацию о рисках”, где клиент подписывается под теми рисками, которым он подвергает свои активы при маржинальной торговле.

Содержание данного документа не только оградит брокерскую компанию от возможных проблем с клиентами, но и подтолкнет клиента к принятию более взвешенных и осторожных решений.

Как правило, Декларация о рисках содержит:

1. потенциальная величина убытков при покупке с использованием заемных рыночных средств в случае неблагоприятного движения рыночных цен гораздо выше величины возможных убытков при покупке на собственных средства;

2. потенциальная величина убытков при продаже акций “без покрытия” не ограничена, так как цены могут вырасти в несколько раз, и клиенту придется откупать акции по высоким ценам, чтобы вернуть их компании;

3. необходимость поддержания достаточности обеспечения требует закрытия части открытых позиций, что ведет к фиксации убытков по некоторым сделкам и затратам на комиссионные;

4. заемные средства предоставляются под процентную ставку – сумма процентов может превысить доходы клиента от операций на маржинальном счете;

5. для клиентов–физических лиц – сумма начисленного подоходного налога за совершенные сделки в силу особого налогообложения операций физических лиц на фондовом рынке и проценты за заимствованные средства могут также превысить доходы по операциям.

Помимо вышесказанного может также содержать описание возможных случаев для большей наглядности для клиента:

| Необеспеченное торговое поручение на покупку ценных бумаг.

Подавая такое поручение, клиент несет ценовой риск по активам, приобретенным на основании необеспеченного торгового поручения, так и по активам, служащим обеспечением требований компании к клиенту. Таким образом, величина активов клиента, подвергающихся риску неблагоприятного изменения цены, больше, нежели при обычной торговле, когда поручение обеспечено денежными средствами. Соответственно и убытки могут наступить гораздо раньше и в больших размерах, по сравнению с обычным случаем. Необходимо отметить, что величина в

данном случае ограничена суммой сделок, совершенных на основании необеспеченных торговых поручений.

| Необеспеченное торговое поручение на продажу ценных бумаг.

Как и в предыдущем случае клиент несет ценовой риск как по активам, приоритетным на основании необеспеченного торгового поручения, так и по активам, служащим обеспечением требований компании к клиенту. Основное отличие в том, что величина убытков в данном случае ничем не ограничена. Клиент обязан вернуть ценные бумаги независимо от изменения их стоимости. При этом текущая рыночная стоимость ценных бумаг может многократно превысить их стоимость по сделке на продажу, совершенной во исполнение необеспеченного торгового поручения.

| Значимым фактором, влияющим на увеличение степени риска клиента, являются требования по поддержанию необходимого уровня текущей маржи, отражающей достаточность обеспечения требований компании активами клиента. В том случае, если значение текущей маржи будет уменьшаться, компания потребует от клиента адекватных действий с целью доведения маржи до требуемого уровня. В свою очередь, это может повлечь необходимость реализации клиентом части своих активов вне зависимости от состояния рыночных цен и фиксации убытков от такой продажи.

| Другим значимым фактором может быть рыночный риск, он возникает из безусловной необходимости клиента уплатить компании дополнительное вознаграждение. Таким образом, возможна ситуация, при которой сумма дополнительного вознаграждения превысит доходы клиента от торговли с использованием необеспеченных торговых поручений.

Подписание договора и Декларации о рисках не дает брокерской компании реального права реализации активов без обеспечения, когда маржа по счету клиента снижается ниже критического уровня, поэтому необходимо иметь также доверенность от клиента на эти действия при четко определенных условиях²⁹.

²⁹ Андреев В.К. Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование. Курс лекций. -М., 2000. -160 с.

На практике часть инвестиционных компаний предлагают своим клиентам маржинальную торговлю в рамках брокерского договора, где не оговариваются существенные условия маржинальной торговли, упоминается только пункт, где брокер приобретает право реализовать активы клиента, если на счете клиента возникает задолженность. Таким образом, клиент, открыв обычный брокерский счет, автоматически может пользоваться заемными средствами компании или других клиентов, а инвестиционная компания может регулировать размер выданных заемных средств.

Однако, инвестиционная компания и клиент более защищены, если их отношения при осуществлении маржинальной торговли регламентированы в отдельном брокерском договоре. Стандартной формы договора не существует, поэтому инвестиционные компании вынуждены самостоятельно разрабатывать этот документ, где должны быть обязательно оговорены следующие моменты:

1. права клиента: пользоваться заемными средствами (деньгами и маржинальными ценными бумагами) в пределах первоначальной маржи и самостоятельно сокращать открытые позиции для увеличения маржи по счету.

2. право инвестиционной компании отказать клиенту в предоставлении заемных средств, ведущих к уменьшению маржи по счету, если фактическая маржа по счету уже или будет ниже первоначальной маржи; право реализовать активы из обеспечения клиента, если фактическая маржа стала ниже минимально допустимого уровня (критического).

3. обязанности клиента: совершать маржинальные сделки только с маржинальными ценными бумагами, установленными инвестиционной компанией, и соблюдать нормативные уровни маржи; выплачивать инвестиционной компании вознаграждение за использование заемных средств.

4. обязанность инвестиционной компании реализовать обеспечение клиента только на открытом рынке³⁰.

³⁰ Кураков В.Л. *Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации*. - М.: Пресс-сервис, 1998.

Дело в том, что настоящее время указанные операции проводятся в основном под видом других операций, поскольку оформление маржинального кредита именно как кредита весьма трудоемко. Практика на рынке ценных бумаг, например, банков такова, что под каждый выданный кредит требуется заявка на кредит, решение кредитного комитета, отдельный кредитный договор, договора залога. Выдавать же кредиты в рамках кредитной линии фактически невозможно, так как вся неиспользованная часть кредитной линии относится на увеличение риска по одному заемщику. В результате множество мелких кредитов, которые заведомо будут выдаваться по очереди, рассматриваются как один большой кредит, что является слишком консервативной оценкой³¹.

Оформление залогов в этом случае проблематично, так как при маржинальной торговле состав залога постоянно меняется, и зачастую значительную часть заложенного портфеля могут составлять деньги, а с точки зрения арбитражной практики рублевые денежные средства не могут выступать в качестве залога. В итоге получается, что маржинальные кредиты – необеспеченные, хотя по своей экономической сути это не так. В связи с этим профессиональные участники вынуждены искать обходные пути для проведения таких сделок.

/ Экономическая сторона проведения маржинальных сделок

Нормативными показателями, определяемые брокером, являются уровень начальной маржи и критическая маржа. Начальная маржа определяется стандартным кредитным плечом, предоставляемым клиенту брокером в момент открытия длинной или короткой позиции. Достижение клиентом уровня критической маржи ведет к частичному или полному закрытию его спекулятивных позиций.

Если величина текущей маржи находится в интервале между величинами начальной маржи и критической маржи то счет, как общепринято в мировой практике,

³¹ Андреев В.К. Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование. Курс лекций. -М., 1998. -160 с.

считается счетом с ограниченной маржой, и клиент не может совершать операции, уменьшающие уровень текущей маржи.

Нормативные уровни маржи, такие как начальная маржа и критическая маржа, инвестиционные компании также устанавливают самостоятельно. У некоторых компаний существует только минимально допустимый уровень маржи или критический уровень маржи.

Начальная маржа варьируется от 50% до 30%, критическая – 30%-15%. При переносе позиции клиента на следующий торговый день – 30%-25%.

Опять таки исходя из практики, оптимальными являются – наличие двух нормативных уровней – начальной и критической, не ниже 50% и 30% соответственно.

50% - тот уровень, который не дает клиенту быстро разориться: держит его на безопасном расстоянии от уровня критической маржи и не вынуждает часто сокращать позиции для поддержания уровня маржи на счете, что обычно ведет к фиксации убытков клиентом.

На практике российские брокерские компании устанавливают различные коэффициенты для подсчета маржи и используют в качестве основы формулы, взятые из теории рынка ценных бумаг и практики американского фондового рынка, доработав их по своему усмотрению.

Пример: Для определения размера маржи используются следующие понятия:

A – активы клиента (в денежном выражении), включенные в подсчет маржи.

a - рыночная стоимость конкретного вида ценных бумаг, входящих в состав активов клиента, используемых при подсчет маржи.

L – текущая задолженность клиента перед брокером. Значение L определяется брокером исходя из данных системы внутреннего учета по перечислению клиентом денежных средств и ценных бумаг во исполнение заявок клиента. В состав текущей задолженности клиента перед брокером включаются предоставленные брокером клиенту денежные средства, а также начисленные, но не выплаченные проценты за пользование заемными средствами.

K1- требуемый коэффициент маржи (%).

K2 – минимально допустимый коэффициент маржи (%).

K3 – ликвидационный коэффициент маржи (%).

Коэффициенты K1, K2, K3 устанавливаются брокером для каждого вида ценных бумаг.

m1- требуемый размер маржи, определяемый для каждого вида ценных бумаг.

$m2$ – минимально допустимый размер маржи, определяемый для каждого вида ценных бумаг.

$m3$ – ликвидационный размер маржи, определяемый для каждого вида ценных бумаг.

Значение $m1$, $m2$, $m3$ определяются с использованием следующих зависимостей:

$$m1 = a * K1 : 100\%$$

$$m2 = a * K2 : 100\%$$

$$m3 = a * K3 : 100\%$$

M – текущий размер маржи (в денежном выражении), определяемый для всех активов клиента в конкретный момент времени.

$$M = A - Л$$

$M1$ – “требуемый размер маржи” - размер маржи при котором клиент может давать заявки на совершение любых сделок; определяется брокером для всех активов клиента самостоятельно в зависимости от вида ценных бумаг, включенных в подсчет маржи;

$M2$ – “минимально допустимый размер маржи” - размер маржи при котором допускается совершение клиентом сделок продажи с покрытием и сделок закрывающих длинную позицию; определяется брокером для всех активов клиента самостоятельно в зависимости от вида ценных бумаг, включенных в подсчет маржи;

$M3$ – “ликвидационный размер маржи” - в случае, если текущий размер маржи становится меньше данного размера, брокер продает принадлежащие клиенту ценные бумаги; определяется брокером для всех активов клиента самостоятельно в зависимости от вида ценных бумаг, включенных в подсчет маржи.

Значение $M1$, $M2$, $M3$ определяются брокером как сумма $m1$, $m2$, $m3$ определяемых для каждого вида ценных бумаг.

$Л1$ – допустимый размер долга клиента перед брокером.

$Л2$ – максимально допустимый размер долга клиента перед брокером.

$\rhoЛ$ – размер возможной покупки в кредит ценных бумаг, входящих в список ценных бумаг, включаемых в подсчет маржи.

Значение $Л1$, $Л2$ определяются по формуле:

$$Л1 = A - M1$$

$$Л2 = A - M2$$

$$\rhoЛ = (A * (1 - M1\%) - Л) / M1\%^{32}$$

Кредитными активами выступают денежные средства (при покупке) и ценные бумаги (при продаже). Причем перечень ценных бумаг, принимаемых в залог, ограничен. Важно отметить, что бумаги клиента, находящиеся в залоге, не блокируются, и клиент может совершать операции с любыми имеющимися у него

³² Иоффе Д. Рычаг, о котором не знал Архимед. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 9(41). – с. 4.

активами. В пределах одного торгового дня услуга маржинального кредитования для клиентов бесплатна.

Клиенты имеют возможность переносить свою маржинальную позицию на следующий день. Данная услуга обеспечивается отдельными операциями по переносу отрицательной позиции клиента на следующую торговую сессию, которые оформляются специальными сделками РЕПО³³, состоящими из двух частей: две встречные сделки купли—продажи с одинаковой ценой, проводимые банком в качестве брокера по поручению клиента на внебиржевом рынке с третьей компанией. Специальные сделки РЕПО носят технический характер и позволяют в конце торговой сессии закрыть отрицательные позиции клиентов, а в начале следующей торговой сессии открыть их снова.

Брокерская компания при заключении договора с клиентом обязательно оговаривает режим функционирования брокерского счета. Например, согласно оговоренным условиям договора клиент имеет право выдавать заявки на совершение сделок в зависимости от следующих текущих режимов брокерского счета, изложенных в Таблице 5:

Таблица 5.

<i>Режим счета</i>	<i>Характеристика режима</i>
<i>Активный</i>	<i>Клиент вправе давать заявки на совершение любого типа сделок, перечисленных в договоре</i>
<i>Ограниченный</i>	<i>Клиент вправе давать заявки только на совершение сделок, закрывающих “длинную” позицию, и продажу с покрытием</i>
<i>Необеспеченный</i>	<i>Брокер направляет клиенту требование о повышении размера маржи. Клиент вправе давать заявки только на совершение продажи с покрытием.</i>
<i>Ликвидационный</i>	<i>Брокер продает принадлежащие клиенту ценные бумаги с целью повышения размера маржи.</i>

³³ Сделки РЕПО (соглашение об обратном выкупе) – договор фирмы или частного лица о покупке ценных бумаг у брокерской компании с последующей их продажей обратно брокерской компании через определенное время по заранее оговоренной более высокой цене, фактически краткосрочный кредит. Используется банками для регулирования денежного рынка, а брокерскими компаниями – для максимизации прибыли от инвестиций в ценные бумаги.

Подсчет любого уровня маржи сильно зависит от вида ценных бумаг, включенных в специальный перечень “маржинальных ценных бумаг”. Списки ценных бумаг, которые клиенты могут покупать на заемные средства или продавать “без покрытия”, так называемые маржинальные ценные бумаги, определяются инвестиционной компанией также самостоятельно.

Главный критерий выбора маржинальных ценных бумаг – это ликвидность³⁴. Обычно это голубые фишки – от 4 до 10 самых ликвидных эмитентов РФ. В обеспечение принимаются обычно эти же ценные бумаги, но некоторые инвестиционные компании в качестве обеспечения принимают и менее ликвидные ценные бумаги с неким дисконтом или без, это ценные бумаги, которые по их усмотрению достаточно ликвидны в данный момент и будут ликвидны в течение периода существования открытой под это обеспечение позиции.

На российском рынке ценных бумаг такой перечень ценных бумаг в настоящий момент устанавливается самой брокерской компанией в виде соглашения к договору с клиентом на брокерское обслуживание. Большинство российских инвестиционных компаний при представлении маржинальной услуги, как правило, предпочитают, согласно Таблице 6, следующие ценные бумаги.

Таблица 6.

<i>Код ценной бумаги</i>	<i>Наименование ценной бумаги</i>
<i>RTKM</i>	<i>РАО Ростелеком</i>
<i>TATN</i>	<i>АО Татнефть</i>
<i>LKOH</i>	<i>ОАО НК ЛУКОЙЛ</i>
<i>EESR</i>	<i>РАО ЕЭС</i>
<i>YFGA</i>	<i>ОАО Юганскнефтегаз</i>
<i>SNGS</i>	<i>АО Сургутнефтегаз</i>
<i>IRGZ</i>	<i>АО Иркутскэнерго</i>
<i>MSNG</i>	<i>ОАО Мосэнерго</i>

³⁴ *Ликвидность (от англ. Liquidity) – возможность использования актива в качестве средства платежа (или быстрого его превращения в средство платежа), и способность актива сохранять свою номинальную стоимость неизменной.*

Оценка реальных масштабов маржинальной торговли

Очень сложно оценить реальные масштабы маржинальной торговли.

Дело в том, что настоящее время указанные операции проводятся в основном под видом других операций, поскольку оформление маржинального кредита именно как кредита весьма трудоемко. Практика банков такова, что под каждый выданный кредит требуется заявка на кредит, ТЭО, решение кредитного комитета, отдельный кредитный договор, договора залога. Выдавать же кредиты в рамках кредитной линии фактически невозможно, т.к. вся неиспользованная часть кредитной линии относится на увеличение риска по одному заемщику. В результате множество мелких кредитов, которые заведомо будут выдаваться по очереди (не одновременно), рассматриваются как один большой кредит, что является слишком консервативной оценкой.

Оформление залогов в этом случае проблематично, так как при маржинальной торговле состав залога постоянно меняется, и зачастую значительную часть заложенного портфеля могут составлять деньги, а с точки зрения арбитражной практики рублевые денежные средства не могут выступать в качестве залога. В итоге получается, что маржинальные кредиты – необеспеченные, хотя по своей экономической сути это не так. В связи с этим профессиональные участники вынуждены искать обходные пути для проведения таких сделок.

Вследствие этого, маржинальная торговля проводится в самых различных формах и точно оценить ее масштаб невозможно.

Председатель ФКЦБ России Игорь Владимирович Костиков в своем выступлении в Ростове-на-Дону 01.03.01 отметил, что около 80% сделок совершается на российском рынке с использованием данного инструмента.

По оценкам Национальной Фондовой Ассоциации, величина маржинальных сделок, может достигать 30% общего объема операций по покупке-продаже ценных бумаг некредитной организации и 20% кредитного портфеля активного банка-брокера.

Косвенно о размахе маржинальной торговли можно судить по масштабам интернет-торговли.

Увеличение количества участников рынка ценных бумаг, использующих кредитное "плечо", приводит не просто к увеличению количества сделок, а к значительному их увеличению в критических точках состояния рынка ценных бумаг - при закрытии позиций как в случае фиксации прибыли, так и в случае принудительной продажи ценных бумаг для возврата кредитных средств, что, в свою очередь, приводит к усугублению этого критического состояния. Поэтому рост числа участников маржинальной торговли приводит к увеличению амплитуды колебаний цен на фондовом рынке.

Это тем более актуально, что российский рынок ценных бумаг (а особенно рынок корпоративных акций) носит в настоящее время свехспекулятивный характер, на нем потенциально существует опасность неконтролируемого нарастания задолженности по таким операциям (параллельно искусственному росту фондового рынка), с трансформацией риска отдельного инвестора и/или профессионального участника в риск для его клиентов/контрагентов и, наконец, в системный риск для всего рынка ценных бумаг, связанный с неплатежами.

Вместе с тем, российские рыночные риски, куда можно отнести риск резкого падения котировок ценных бумаг при ухудшении экономического и политического положения в России, события вокруг эмитентов ценных бумаг и др., могут быть усилены влиянием маржинальной торговли на рынок только при существенном росте таких операций.

Роль организаторов торговли при совершении на рынке ценных бумаг маржинальных операций

На развитых фондовых рынках маржинальная торговля активно используется участниками и случаев запрета маржинальной торговле ценными бумагами не известно. Более того, такие фондовые биржи, как, например, Нью-Йоркская,

Франкфуртская или Лондонская, участвуют в процессе контроля за маржинальной торговлей, о чем было подробно рассказано выше. Согласно законодательству США, биржа сама устанавливает критический уровень маржи, выше установленного Комиссией по рынку ценных бумаг и фондовым биржам США, наступление которого приводит к необходимости доведения денежных средств или реализации части ценных бумаг участником. Кроме того, биржи, в условиях прозрачности, которая существует на зарубежных рынках, публикуют сведения об объемах маржинальной торговли, дебетовые остатки по маржинальным счетам.

Маржинальная торговля представляет собой не только взаимодействие на уровне клиент - брокер, но и предполагает активное участие и организаторов торговли.

Реализация на ММВБ шлюза привела к расширению операций маржинальной торговли профессиональными участниками рынка ценных бумаг за счет привлечения на организованный рынок широких слоев инвесторов, прежде всего активных игроков. Именно данная категория инвесторов является в значительной степени “потребителем” маржинальной торговли.

В соответствии с двумя типами рисков МТ (риск профучастника и инвестора и системный риск), у организатора торговли существуют две основные функции в рамках системы управления рисками, которые можно реализовать:

- Защита инвесторов и профучастников.
- Снижение системных рисков.

Разумеется, задача защиты инвесторов выходит за рамки бирж, но, существуют специфические биржевые механизмы, такие как:

- система членства, предполагающая наличие требований к участникам, постоянный мониторинг их финансового состояния, позволяющий снизить риск посредника.
- выступление биржи в форме просветителя и рекомендателя (так, например, ММВБ подготовлены рекомендации по организации работы с частным инвестором, включая систему комплайнс)

Уровень системного риска при развитии маржинальной торговли зависит прежде всего от типа механизма исполнения сделок.

При гарантиях исполнения сделок, при использовании механизма предварительного депонирования денежных средств и ценных бумаг, которое в настоящее время используется на ММВБ, системные риски минимальны. Это означает, что маржинальные риски напрямую не трансформируются в расчетные риски.

В то же время, при развитии маржинальной торговли, когда возникает рынок оптового кредитования брокер-брокер, банк-брокер, теоретически могут возникать цепочки неплатежей и при использовании системы предоплаты.

Также в качестве основных способов минимизации системных рисков можно назвать следующие:

- Ограничение использования маржинальной торговли организаторами торговли, с надежной системой исполнения сделок.
- Осуществление селекции ценных бумаг, по которым может быть разрешена маржинальная торговля, по принципу ликвидности. В этом смысле фондовые биржи также участвуют в сегментации рынка ценных бумаг (котировальные листы)
- Ввести ограничения на открытие коротких позиций при падающем рынке.
- Предусмотреть процедуру закрытия позиций при приостановках торговли при критических колебаниях рынка (например, по средневзвешенной цене за последний период до приостановки торговли).
- Организации системы мониторинга и оценки рисков организаторами торговли, СРО, ФКЦБ России.
- установление допустимых уровней маржи, обязательных для соблюдения участниками торгов,

- иные превентивные меры по предупреждению системных рисков.

В перспективе, можно ожидать более активное участие организаторов торговли в процессе повышения прозрачности операций маржинальной торговли и снижения рисков ее осуществления.

В частности, за счет введения в поручениях на сделку отметки о маржинальной торговли (или короткой продажи), организатор торговли может отслеживать заранее установленные коэффициенты на одного участника торгов или его клиента. В случае приближения таких коэффициентов к пороговым значениям, организатор торговли может информировать об этом участника, который обязан довести средства или бумаги для восстановления требуемых размеров коэффициентов.

К таким коэффициентам можно отнести соотношение привлеченных и собственных средств профессионального участника (или его клиента) с учетом уровня волатильности по выбранной бумаге, размер привлеченных профессиональным участником средств у другого участника к собственным средствам, размера перенесенных участником "длинных" позиций с маржей на другой день.

Организатор торговли может также, зная объем средств и ценных бумаг инвестиционной компании или его клиента, с учетом ликвидности и волатильности рынка, установить свои собственные коэффициенты по маржинальной торговле. При этом организатор торговли вправе повышать или понижать требования к значениям данных коэффициентов в зависимости от ситуации на рынке. Можно рассмотреть возможность диверсификации значений коэффициентов в зависимости от профессионального участника, его "истории" маржинальной торговли (налагались ли ранее штрафы, применялись ли санкции другими органами и т.д.), размера собственных средств. Организатор торговли, как уже было отмечено выше, может оперативно получить информацию о финансовом состоянии своего профессионального участника, когда существует опасность невыполнения им своих обязательств.

В случае неоднократного нарушения инвестиционной компанией установленных коэффициентов (нормативов) как регулирующего органа, так и самой биржи, последняя вправе принять меры воздействия к участнику самостоятельно, вплоть до наложения штрафов или отключения на определенное время от системы торгов или проинформировать об этом регулирующий орган.

Однако положительный эффект от использования подобных мер может быть достигнут только в случае совершения инвестиционными компаниями сделок на организованном рынке, когда каждый организатор торговли проводит аналогичный мониторинг и пресекает возможные ухудшения финансового состояния профессионального участника. Только тогда можно будет с определенной долей уверенности говорить о некотором снижении рисков, приходящихся на маржинальную торговлю.

В рамках работы по снижению и управлению рисками и повышению прозрачности маржинальной торговли, необходимо продолжить деятельность в части установления для банков маржинальной торговли как формы приобретения ценных бумаг с маржей, а не как формы кредитования. Кроме того, на практике многие банки вовлечены в маржинальную торговлю в качестве "донора" дочки - инвестиционной компании. Необходимо урегулирование и ситуации с подобным кредитованием банком своего дочернего или аффилированного общества для упрощения данной процедуры с одной стороны, и контроля за размерами кредитования, с другой.

Таким образом, станет возможным создание действительно прозрачного рынка, на котором существует возможность контролировать риски совершения маржинальной торговли инвестиционными компаниями, банками и их клиентами, что безусловно отразится на "качестве" данного рынка и позволит снизить до приемлемого уровня существующие в настоящее время риски.

Организаторы торговли могут предоставлять дополнительные услуги при соответствующем регулировании со стороны ФКЦБ России.

Глава III. Основные риски маржинальной торговли

§1. Виды рисков, характерных для маржинальной торговли.

Осуществляя маржинальные сделки и привлекая заемные средства, клиент использует эффект так называемого “финансового рычага” для того, чтобы увеличить прибыль на вложенный капитал.

Если первоначальная маржа составляет 50%, то клиент, совершающий сделку “на марже”, сможет на данную сумму купить в два раза больше ценных бумаг, чем при совершении сделки по наличному счету. Очевидно, что и прибыль, если клиент, правильно угадал тенденцию к повышению рыночной стоимости ценных бумаг, будет в два раза больше. Впрочем, сказанное верно также и для убытков, в случае снижения рыночной стоимости ценных бумаг.

Пример: наличные средства клиента А и клиента Б составляют 50 тыс. руб. Клиент А, использующий наличный счет, и клиент Б, использующий маржинальный счет с 50% первоначальной маржой, дают поручение брокеру купить акции XYZ по рыночной цене, составляющей в настоящий момент 1000 руб. Максимальное количество акций, которое брокер может купить для А равно 50 акций, для Б - 100 акций. Акции куплены для клиентов в указанном количестве.

1) Допустим, через полгода рыночная стоимость акций XYZ выросла до 1200 руб. При продаже клиентом А акций XYZ его прибыль составит 10 тыс. руб. = 50 акций × 200 руб., а доходность всей операции - 20% = $(10/50) \times 100\%$ (без учета комиссионных брокеру). При продаже клиентом Б акций XYZ его прибыль составит 20 тыс. руб. = 100 акций × 200 руб., а доходность всей операции - 40% = $(20/50) \times 100\%$ (без учета процентов за кредит и комиссионных брокеру).

2) Допустим, через полгода рыночная цена акций XYZ снизилась до 500 руб., убытки, понесенные клиентом А при продаже акций, составят 25 тыс. руб. = 50 акций × 500 руб., т.е. 50% = $(25/50) \times 100\%$ от вложенного капитала. Убытки, понесенные клиентом Б при продаже акций, составят 50 тыс. руб. = 100 акций × 500 руб. или 100% = $(50/50) \times 100\%$ от вложенного капитала³⁵.

³⁵ Методическое пособие для подготовки к базовому экзамену. ИАУЦ НАУФОР, 2001 г.

Таким образом, сделки по маржинальному счету связаны с большей степенью риска для инвесторов, чем сделки по наличному счету, что требует более строгих правил регулирования.

В качестве основных рисков, имеющих место при осуществлении маржинальной торговли можно выделить следующие:

| риск повышенных убытков в случае использования неверной прогнозной модели изменения рыночных котировок;

| риск неверного выбора ценных бумаг для осуществления маржинальной торговли (ценные бумаги, имеющие низкую ликвидность, при резких колебаниях рыночных цен и высокой волатильности рынка могут быстро обесцениться);

| риск неверного выбора структуры обеспечения при осуществлении маржинальной торговли (значительная доля одной ценной бумаги в структуре обеспечения может привести к тому, что при попытках ее реализации, ценные бумаги могут существенно упасть в цене и потерять ликвидность);

| риск неверного установления нормативных значений исходного и критического уровня маржи (при резких колебаниях рыночных котировок стоимость обеспечения может упасть настолько, что не обеспечит покрытие задолженности клиента);

| риск, связанный с необходимостью обеспечения оперативного контроля брокера за значением текущей маржи клиентов, а также оперативного внесения клиентом средств для поддержания требуемого уровня маржи;

| кредитный риск;

| операционный риск – возрастает риск потерь при отсутствии четких инструкций и процедур для всех подразделений компании, вовлеченных в исполнение, учет и обработку маржинальных операций;

| юридический риск – зависит вида и качества заключаемого договора с клиентом;

| законодательный риск – поскольку маржинальная торговля не регулируется, то абсолютно всё, что касается этой услуги должно быть четко прописано во внутренний

документах компаний, иначе высока вероятность возникновения конфликтов с клиентами, что не замедлится отразиться на репутации компании;

| системный риск.³⁶

Любые решения, операции на рынке ценных бумаг означают, что его участник принимает на себя ту или иную величину рисков. Хорошо известно, что существует прямая связь между доходом и риском на фондовом рынке. Для брокера важно правильно определить тот уровень приемлемого риска, который он может взять на себя при проведении операций, направленных на получение дохода.

Рассмотрим далее каждый из перечисленных рисков подробнее, обращая особое внимание на моменты, связанные с маржинальной торговлей на российском фондовом рынке.

| *Ценовой риск*

Источником ценового риска для брокера может быть неправильный выбор нормативных уровней маржи (начальная, критическая маржа), в результате которого ценовой риск клиента при проведении им внутрисуточных спекулятивных операций может перейти на брокера. В свою очередь ценовой риск является источником кредитного риска при переносе позиций клиента на следующий день в связи с вероятностью того, что клиент откажется от своих обязательств, если реальные потери превысят стоимость его залогового обеспечения.

| *Риск рыночной ликвидности*

Риск рыночной ликвидности связан с невозможностью реализации на рынке необходимого объема одного или нескольких видов ценных бумаг, находящихся в обеспечении маржинальных позиций клиентов, в пределах заданного срока и разумного диапазона цен. Ограничение ценовых рисков и риска рыночной ликвидности достигается за счет системы лимитов.

³⁶ Арифджанова А. Маржинальная торговля на российском фондовом рынке. // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 19(178). – с.19-21.

Ограничение риска рыночной ликвидности достигается также за счет реализации малоликвидных маржинальных позиций клиентов на торговых площадках с более высоким уровнем ликвидности по данному активу, например через РТС. При этом следует иметь в виду, что подобные операции связаны с определенными издержками и требуют соответствующего дисконтирования принимаемых в залог малоликвидных акций или акций, которые при определенных условиях могут попасть в эту категорию.

| *Операционный риск*

Минимизация операционных рисков достигается брокерскими компаниями за счет высокого уровня автоматизации технологии проведения маржинальных операций. К средствам такой автоматизации можно отнести программные средства блока маржинального кредитования, проводящие автоматический расчет в режиме online как маржинальной позиции клиентов, нормативных маржинальных показателей, так и маржинальных сделок в течение дня и специальных сделок РЕПО. Подобные системы позволяют практически полностью устранить ценовой риск в режиме внутридневной торговли, сделав его разновидностью операционного риска, за счет непрерывного отслеживания динамики рыночных котировок и своевременной генерации необходимых действий при выходе цен за допустимые пределы.

Серьезные операционные риски несет инвестиционная компания, если у нее нет возможности

- | постоянного мониторинга маржинальных счетов,
- | оперативного поступления и обновления данных,
- | пересчета позиций и оценки обеспечения клиентов по текущим рыночным ценам, поступающим напрямую с торговых площадок, а не введенных заботливой рукой менеджера клиента.

Подобные операционные проблемы могут быть просто потому, что программное обеспечение инвестиционной компании не позволяет этого делать либо это требует значительных людских и временных ресурсов.

Операционные риски высоки также, если нет специалиста, который может объективно оценивать маржинальные позиции клиентов, принимать решения при наступлении определенных условий и координировать работу вовлеченных в маржинальную торговлю подразделений. Речь идет о специалисте, независимом от подразделений, которые непосредственно торгуют на рынке и обслуживают клиентов.

Операционный риск возрастает при осуществлении маржинальной торговли в силу интенсивности проведения сделок и зачастую отсутствия соответствующих носителей информации или информация о сделке, представленной в виде, допускающим неоднозначное толкование. Сюда же привносится и весь комплекс рисков, связанных с осуществлением сделок с ценными бумагами через сеть Интернет.

| *Кредитный риск*

Маржинальная торговля в рамках действующего законодательства может трактоваться как специфический вид кредитования. Вероятность полного возврата заемных средств во многом связана с тем, насколько верно инвестор угадывает направление движение рынка. Кредитные риски минимизируются за счет принятия нормативных уровней маржи, списка маржинальных ценных бумаг и дополнительных ограничений по усмотрению инвестиционной компании.

Кроме этих ограничений (нормативные уровни маржи и список маржинальных ценных бумаг), некоторые брокерские компании накладывают дополнительные ограничения на маржинальный счет клиента, такие как

| максимальная величина заемных средств на один маржинальный счет;

| максимальная величина заемных средств под обеспечение ценной бумаги одного эмитента на одном маржинальном счете;

на все маржинальные счета:

| максимальная величина всех предоставляемых заемных средств – денежных средств для покупок и ценных бумаг для продаж “без покрытия”;

| определенная структура обеспечения, то есть, если лимит заемных средств под одного эмитента исчерпан, то в качестве обеспечения этот эмитент уже не принимается.

| *Юридический и законодательный риск*

Юридический риск зависит от вида и качества договора, лежащего в основе взаимоотношений брокера и клиента (договор комиссии или поручения, агентского договора).

Анализ правовых коллизий, возникающих при заключении подобных договоров показывает, что риски, возникающие при работе с клиентами по договорам поручения несколько ниже, чем при работе по иным видам договоров. Факторы, приводящие к возникновению и реализации рисков заложены в тексте договора инвестиционной компании, а проработанность текстов тем серьезнее, чем выше квалификация сотрудников и юристов, принимающих участие в составлении договоров.

Проблема законодательного риска в условиях отсутствия нормативных актов, регулирующих проведение маржинальных операций, решается инвестиционными компаниями также путем предложения клиентам подробного юридического регламента проведения таких операций как части публичной оферты - “Регламента оказания услуг на рынках ценных бумаг при осуществлении маржинальных операций”, присоединение к которому (его акцепту) и устанавливает отношения между клиентом и брокерской фирмой как отношения клиента и брокера, что было показано в главе, посвященной юридической стороне проведения маржинальных сделок, данной дипломной работы.

| *Системный риск.*

Особо хотелось бы обратить внимание на риски, которые не доступны для регулирования со стороны инвестиционной компании: это системные риски фондового рынка и торговых площадок.

Одним из таких рисков является риск кризиса рынка, спровоцированного массовым закрытием маржинальных позиций клиентов. Для избежания таких явлений

прежде всего необходим жесткий контроль соотношения объема собственных средств участников вторичного рынка ценных бумаг и общего объема маржинальных активов, предлагаемых брокерами своим клиентам для проведения маржинальных операций на этом рынке. Контроль над маржинальными активами необходимо проводить в разрезе объема денежных средств и объемов отдельных видов ценных бумаг.

Кроме того, необходима организация регулируемыми органами эффективной системы ограничения общего объема маржинальных активов на фондовом рынке, позволяющей минимизировать риски кризиса ликвидности отдельных ценных бумаг или всего фондового рынка в целом в случае однонаправленного действия маржинальных активов, провоцирующего негативные последствия.

Решение данной задачи требует не только математического моделирования степени влияния маржинальных торгов на волатильность фондового рынка и провоцирование кризисных явлений, но и создания эффективной системы получения объективных данных от всех профессиональных участников фондового рынка об объемах используемых их клиентами маржинальных средств.

Но это не значит, что предоставление маржинальной услуги на российском фондовом рынке чрезмерно опасно. По сравнению с тем же американским фондовым рынком волатильность американских маржинальных ценных бумаг столь же высока как и российских, что можно увидеть на диаграмме в Приложении 5 к данной дипломной работе.

Уровень системного риска при развитии маржинальной торговли зависит прежде всего от типа механизма исполнения сделок.

При гарантии исполнения сделок, при использовании механизма предварительного депонирования денежных средств и ценных бумаг, которое в настоящее время используется, например, на Московской межбанковской валютной бирже, системные риски минимизируются, что означает, что маржинальные риски напрямую не трансформируются в расчетные риски.

При отсутствии системы исполнения сделок, механизма “поставки против платежа”, возрастают системные риски при осуществлении маржинальной торговли ценными бумагами.

В то же время, при развитии маржинальной торговли, когда возникает рынок оптового кредитования брокер-брокер, банк-брокер, теоретически могут возникать цепочки неплатежей и при использовании системы предоплаты.

В настоящее время, этот риск незначителен именно в силу недостаточной развитости оптового кредитования под нужды маржинальной торговли, но в дальнейшем ситуация может измениться.

Системный риск связан также с усилением колебаний вследствие маржинальной торговли. Имеет смысл ставить вопрос о создании системы резервирования средств для лимитирования возможных потерь брокером и системы страхования таких рисков, возможно, с помощью различных опционных схем. Эта задача стоит не перед отдельной инвестиционной компанией, а перед всеми профессиональными участниками фондового рынка и регулируемыми органами.

§2. Управление рисками

/ Статистический анализ волатильности ценных бумаг

Основными параметрами управления ценовыми рисками маржинальных операций являются нормативные показатели. Необходимо отметить особый подход отдельных банков при определении данных нормативных показателей. Он базируется на статистическом анализе волатильности ценных бумаг, принимаемых банком в обеспечение маржинальных операций.

Волатильность бумаг, находящихся в обеспечении может сильно влиять на ценовые риски при проведении маржинальных операций.

Пусть клиент использует в качестве обеспечения некоторую акцию j . Допустим клиент полностью использует заемные средства на покупку высоко ликвидной акции i , т.е. открывает длинную позицию.

Тогда при предоставлении клиенту некоторого начального плеча K , падение цены залоговой бумаги j вызовет фактическое увеличение предоставленного брокером плеча. Реальное маргинальное плечо можно выразить соотношением:

$$1 : \frac{K}{(1 - Z_j)} \quad (\text{Формула 3}),$$

где: Z_j – падение цены залоговой акции j , выраженное в долях от единицы.

С учетом Формулы 3 и при полном использовании клиентом предоставленных ему заемных средств Портфель клиента можно выразить как:

$$\text{Портфель} = 1 + \frac{K}{(1 - Z_j)} \quad (\text{Формула 4}),$$

а Обязательства клиента:

$$\text{Обязательства} = \frac{K}{(1 - Z_j)} \quad (\text{Формула 5}).$$

С учетом Формул 4 и 5, и при падении цены купленных клиентом акции i на величину Z_i формула маржи примет вид:

$$M = \frac{1 + \frac{K}{(1 - Z_j)} (1 - Z_i) - \frac{K}{(1 - Z_j)}}{1 + \frac{K}{(1 - Z_j)} (1 - Z_i)} \times 100\% \quad (\text{Формула 6}).$$

Особый интерес при расчете рисков переноса маргинальных позиций клиента представляет оценка критического изменения рыночных цен, при котором маргинальные обязательства клиента полностью исчерпывают стоимость его залогового обеспечения (когда $M = 0$).

Введем обозначение:

$$\beta = \frac{Z_j}{Z_i} \quad (\text{Формула 7})$$

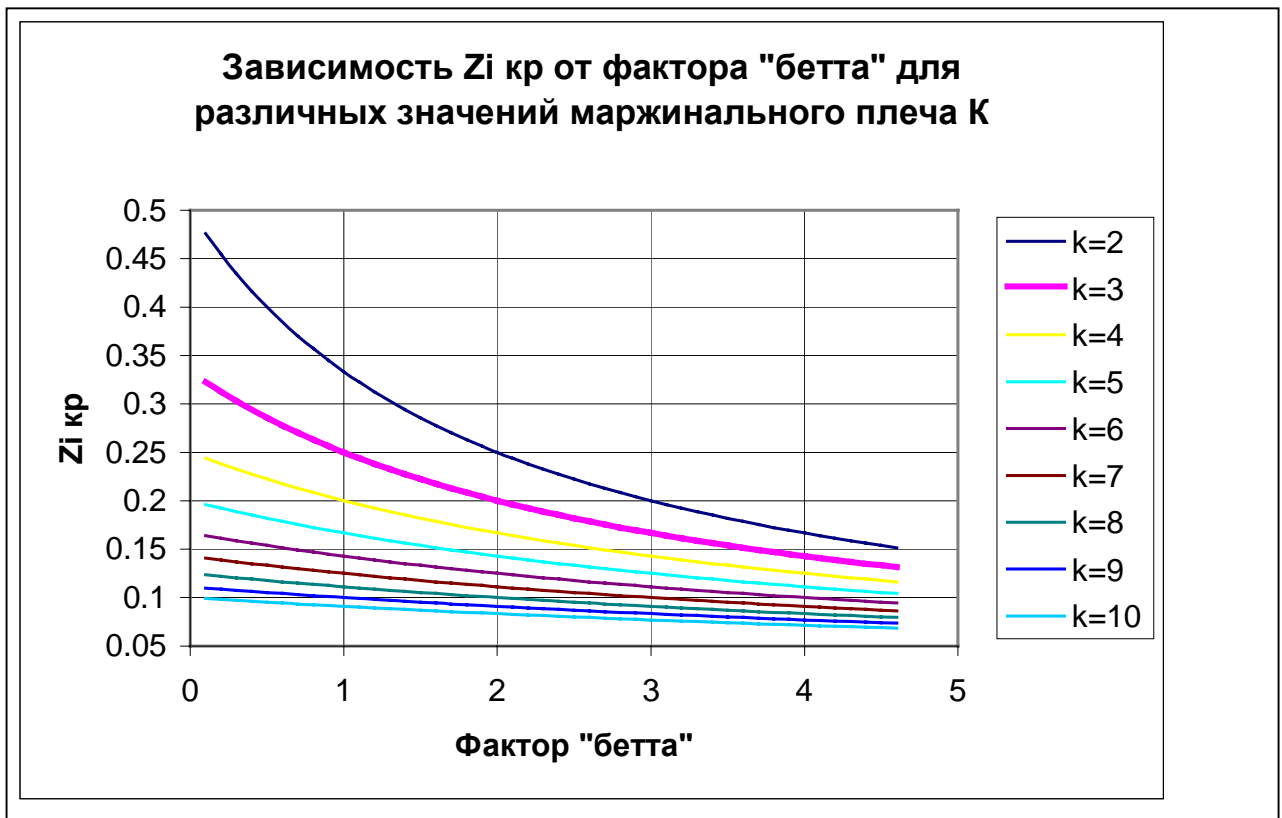
Для случая $M = 0$ и с учетом Формулы 7 Формула 6 разрешенное относительно Z_i примет вид:

$$Z_i \text{ кр} = \frac{1}{\beta + K} \quad (\text{Формула 8}),$$

где: $Z_i \text{ кр}$ – критическое падение цены акции i , при котором $M=0$.

Для различных значений предоставляемого клиенту начального плеча K зависимость $Z_i \text{ кр}$ от β представлена на графике (Рисунок 1).

Рисунок 1.



Таким образом, как видно из графика на Рисунке 1, для плеча 1 : 3 и при ожидаемом падении цены залоговой акции в два раза превышающем ожидаемое падение цены купленной акции (допустим РАО ЕЭС), критическое падение цен на акцию РАО ЕЭС составит 20%. Если бы клиент заложив акцию РАО ЕЭС открыл бы длинную маржинальную позицию по той же самой акции, показатель критического падения цен на нее составил бы при том же плече 25%. Т.е. в первом случае падение цен до критических уровней может произойти быстрее чем во втором.

Необходимо отметить, что расчет β -фактора аналогичен расчету классического коэффициента β . Однако для целей количественной оценки рисков маржинальной торговли более целесообразно рассчитывать β -фактор по отношению не к рыночному индексу, а относительно наиболее ликвидной акции РАО ЕЭС после упорядочивания ценовых отклонений по их убыванию (или возрастанию) в рамках некоторого исторического периода выборки цен. Это означает, что при прогнозировании цены открытия следующего дня мы исходим из гипотезы согласованного, статистически пропорционального движения рыночных цен акций различных эмитентов. Похожие численные значения β можно получить более простым путем, сравнивая предельно ожидаемые отклонения цен различных бумаг по отношению к базовой. Для практических расчетов предельно ожидаемое отклонение цены может быть получено как сумма среднеарифметического отклонения цены и тройного значения стандартного отклонения в пределах заданного периода выборки.

Численные значения β и ожидаемых максимальных отклонений цен открытия следующей торговой сессии по отношению к цене закрытия предыдущей для двухлетнего периода выборки цен торгов на фондовой секции ММВБ представлены в Таблице 7.

Таблица 7.

Статистические характеристики, связанные с переносом маржинальных позиций на следующий день, на основе выборки цен за 2-х летний период торгов на фондовой секции ММВБ (по состоянию на 2.11.00)

Акция	β для позиций long/(ожидаемое max падение цены)	β для позиций short/(ожидаемый max рост цены)	Среднедневной оборот (руб.)
РАО-ЕЭС	1 / (-5.77%)	1 / (+7.35%)	694 573 832
РАО-ЕЭС-п	1.67 / (-9.64%)	1.34 / (+9.85%)	10 179 219
ЛУКОЙЛ	1.69 / (-9.75%)	0.99 / (+7.28%)	47 064 358
Ростел-1ао	1.86 / (-10.73%)	1.2 / (+8.82%)	16 154 287
Сургнфгз	2.53 / (-14.60%)	1.13 / (+8.31%)	14 728 030
Сургнфгз-п	1.93 / (-11.14%)	2.38 / (+17.49%)	3 164 806
Сбербанк	2.3 / (-13.27%)	1.25 / (+9.19%)	16 111 994
МосЭнерг-3	1.53 / (-8.83%)	1.24 / (+9.11%)	9 015 654

Если клиент имеет в залоге обыкновенные акции компании Сургутнефтегаз и на все заемные средства при плече 1:3 купил обыкновенные акции РАО ЕЭС, то как видно из графика на Рисунке 1 критическое падение обыкновенных акций РАО ЕЭС, при котором клиент может потерять свой залог, составляет -18% , так как в соответствии с Таблицей 7 для акций Сургутнефтегаза $\beta = 2.53$. С другой стороны ожидаемое (с вероятностью 98.23%) максимальное падение цены РАО ЕЭС при переносе позиции на следующий день составляет минус 5.77% (Таблица 7), что более чем в три раза ниже критического значения.

В случае маржинального кредитования коротких позиций клиентов выражение для критического роста акций проданных клиентом, при котором залог клиента полностью уйдет на покрытие его обязательств, примет вид:

$$Z_i \text{ кр} = \frac{1}{K} \quad (\text{Формула 9}),$$

т.е. кредитование коротких маржинальных позиций клиентов менее критично, чем кредитование длинных позиций клиентов³⁷.

³⁷ Шешеловский М.Я. Захаров А.К. "Практика реализации системы управления рисками при маржинальных операциях на рынке ценных бумаг через систему Remote Trader" // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №3 (195).

| *Параметрическая модель VAR*

Сложность методов и моделей для управления рисками развивалась параллельно усложнению финансовых инструментов. В 1970-80 г.г. управление рисками в западных банках развивалось исключительно в направлении управления рисками ликвидности и кредитными рисками. Первые модели по управлению рыночными рисками, влияющими на открытые торговые позиции, были связаны с такими параметрами как срок до погашения, процентные ставки (для облигаций), номинальный объем позиций (для акций), волатильность базового актива (изменчивость цены), сроки исполнения и коэффициенты чувствительности и прочим характеристикам опционов.

Концепция риска, основанная на адекватности риска полученному доходу, привела к появлению моделей “Стоимостной меры риска” (Value-at-Risk, далее -VAR).

В моделях VAR осуществляется количественная оценка риска с использованием статистических методов. VAR определяют потенциальные денежные потери в случае неблагоприятного изменения рыночной цены.

Сущность модели VAR можно определить формулой:

Значение $VAR = \text{объем открытой позиции по ценной бумаге} \times \text{наихудшее изменение рыночной цены ценной бумаги} \times \text{период поддержания позиции по ценной бумаге}$.

VAR измеряет наибольший денежный убыток, ожидаемый в конце заданного временного интервала с заданным доверительным интервалом. Доверительный интервал является статистическим параметром. По сути он означает, что мы хотим знать с определенной точностью, что потенциальные потери по данным торговым позициям не превысят значения VAR.

Пример: если объем открытой позиции по акциям НК “Лукойл” равен 100 тыс. руб., а наихудшее изменение цены составляет 10% в течение периода наблюдений с доверительным интервалом 99%, то в 99 шансов из 100 максимальные убытки по этим акциям в течение 1 торгового дня не превысят 10 тыс. руб.

Как и любые модели, модели VAR хороши настолько, насколько хороши их входные параметры. Среди всех параметров модели VAR наиболее сложной задачей является прогнозирование наихудшего изменения рыночной цены ценной бумаги, которое осуществляется с использованием статистического анализа временных рядов, образованных “историческими” данными.

В настоящий момент используются различные модели VAR. Наиболее известной (благодаря скорости и эффективности метода расчетов) моделью является параметрическая модель VAR, использующая определенные предположения относительно статистических законов распределения вероятностей случайной величины, которой в модели является изменение рыночной цены ценной бумаги.

Основным постулатом параметрической модели VAR является предположение о том, что относительное изменение рыночной цены ценной бумаги подчиняется логнормальному закону распределения случайной величины .

Изучение относительных изменений рыночной цены равносильно изучению изменения логарифма рыночной цены. Т.е. при небольших изменениях цены

$$(P_t - P_{t-1})/P_{t-1} \approx \log(P_t) - \log(P_{t-1}),$$

где P - значение индекса в день t , а P - значение индекса в день $t-1$;

В свою очередь экспериментальные данные показывают, что при определенных ограничениях на продолжительность серии наблюдений (наблюдения в течение длительного срока) предположение о нормальном распределении указанной выше случайной величины X , как правило, оправдываются.

При нормальном распределении:

1. Значения случайной величины, в данном случае случайной величины X , представляющей собой относительное изменение рыночной цены ценной бумаги, распределены симметрично относительно среднего значения μ .

2. 66% всех значений случайной величины попадает в интервал $[\mu - \sigma]$ или в интервал $[\mu + \sigma]$, где σ (сигма) - отклонение случайной величины относительно среднего или разброс значений случайной величины, называемый стандартным отклонением. В нашем случае это будет означать следующее: мы можем утверждать с

уверенностью в 66%, что относительное изменение рыночной цены по ценной бумаге в течение периода не будет ниже, чем $[\mu - \sigma]$, и не выше, чем $[\mu + \sigma]$.

При практическом использовании параметрической модели VAR, применяются также рекомендации Базельского комитета по банковскому надзору, сформированного руководителями центральных банков 10 ведущих промышленных стран. В число этих рекомендаций входят следующие:

- | использовать для расчета сигмы исторические данные не менее, чем за один год;

- | использовать доверительный интервал 99% для расчета значения VAR, следовательно, сигму, которой в нормальном распределении соответствует доверительный интервал 66%, необходимо умножить на поправочный коэффициент 2,33;

- | использовать период поддержания позиции 10 дней, так как период поддержания позиции в один день слишком оптимистичен, поскольку для ликвидации позиции требуется время даже на очень ликвидном рынке. С увеличением периода поддержания позиции до 10 дней для учета эффекта накопления риска дневное стандартное отклонение необходимо умножить на корень квадратный из 10 или 3,16;

- | использовать корректирующий множитель (т.н. базельский множитель), равный 3 для обеспечения дополнительной защиты против гораздо более нестабильных ситуаций, чем наблюдаемые ситуации в прошлом.

Таким образом, формула расчета VAR с учетом рекомендаций Базельского комитета выглядит следующим образом

$$\text{Значение } VAR = \text{объем открытой позиции по ценной бумаге} \times \sigma / 100 \times 2,33 \times 3,16 \times 3$$

Правила Базельского комитета допускают использование фондового индекса для вычисления стоимостной меры риска по акциям, составляющим хорошо диверсифицированный портфель. Для расчета риска по портфелю, состоящему из “голубых фишек” российского фондового рынка, например, можно использовать фондовый индекс РТС.

Рассмотрим пример расчета VAR. Предположим, что на основании данных о динамике индекса РТС за период 2000 года проведены все необходимые вычисления, а именно:

1) построен график изменения натурального логарифма значений индекса РТС, т.е. график функции

$$\lg P_t - \lg P_{t-1},$$

где P - значение индекса в день t , а P - значение индекса в день $t-1$;

2) построен график функции распределения дневных изменений значений фондового индекса, убедились в том, что случайная величина распределена по нормальному закону ;

3) построен график или таблицу значений стандартного отклонения значений индекса РТС

Пример: на 15 мая 2000 г. стандартное отклонение значений индекса РТС составило 3,5%. Необходимо рассчитать значение стоимостной меры риска для позиции по портфелю стоимостью 2 млн. руб.

Решение:

$VAR = 2 \text{ млн.руб.} \times 3,5 / 100 \times 2,33 \times 3,16 \times 3 = 1,546188 \text{ млн.руб.}$ или 77,3% от рыночной позиции.

Определение стоимостной меры риска потерь по открытой позиции равнозначно задаче определения требуемого обеспечения открытой позиции.

Поэтому, с полной определенностью можно утверждать, что методологию VAR можно использовать для обоснования размера депозитной маржи, являющейся обеспечением “длинных” и “коротких” позиций при осуществлении маржинальной торговли или “коротких” продаж.

/ Страхование рисков

Очевидно, что перечисленные выше риски не могут быть застрахованы с использованием методов традиционного страхования в силу того, что содержат множество простых составляющих и являются, по сути, производной функцией от этих составляющих.

Страховой бизнес базируется на следующих основных видах страхования:

| имущественное – объектом которого выступают всевозможные материальные ценности,

| личное – основой экономических отношений при котором являются события в жизни физических лиц,

| страхование ответственности – предметом которого служат возможные обязательства страхователя по возмещению ущерба третьим лицам.

При этом, страховым риском является предполагаемое событие, обладающее признаками вероятности и случайности наступления, в результате которого может быть причинен ущерб имущественным интересам страхователя.

На данный момент можно говорить лишь о возможности страхования отдельных рисков, которые входят как составляющие в такие понятия как системный, операционный, юридический и кредитный риск.

Наиболее острый вопрос, возникающий при реализации подобных программ – размер страховой премии, уплачиваемый брокерской компанией, и размер ответственности, принимаемый на себя страховщиком, а также определение момента наступления страхового события и перечень страховых событий. Фактически при достижении принципиальных договоренностей эти вопросы переходят в разряд второстепенных, а стоимость услуг страховщиков становится тем меньше, чем выше квалификация сотрудников инвестиционной компании и регулярнее реализуются программы страхования. К тому же возможно применить и некоторые элементы возвратного страхования, что также значительно удешевляет стоимость предоставляемых страховщиками услуг³⁸.

При взаимном желании брокерской компании и страховщика достаточно быстро можно найти консенсус в вопросах страхования профессиональной ответственности определенных категорий сотрудников инвестиционной компании. В этой ситуации можно рассчитать объем ответственности, потенциальную сумму ущерба в случае наступления страхового события, вероятность наступления

³⁸ Ованесов А., Грабаров А., Гейнц Д. В Россию можно только верить... Тенденции развития мировой экономики. // Рынок ценных бумаг. - 1998. - №14 (125).

страхового события исходя из имеющейся статистики. Существующая практика установления лимитов, как на финансовые инструменты, так и для определенных категорий менеджеров в сфере принятия решений в процессе торговли ценными бумагами (или при проведении иных операций на фондовом рынке) также создает благоприятные предпосылки для применения принципов страхования ответственности. В традиционные рамки ведения бизнеса, ограничивающие действия страховщиков при разработке программ страхования профессиональной ответственности, легко вписывается профессиональная деятельность не только менеджеров-юристов компании – профессионального участника рынка ценных бумаг, но и трейдеров, ведущих как собственные позиции компании, так и выполняющих сделки на основании поручения клиентов компании.

Таким образом, страховые продукты, реализуемые в настоящее время на рынке в рамках общих программ страхования профессиональной ответственности, достаточно легко могли бы модифицироваться с учетом требований профессиональных участников рынка ценных бумаг.

Автоматизированная система Интернет-брокерского обслуживания Remote Trader (Гута банк) как инструмент снижения рисков при осуществлении маржинальной торговли.

Применение современных Интернет-технологий, а также средств автоматизации технологических процессов обслуживания инвесторов на фондовом рынке позволяет российским брокерским компаниям существенно расширить круг лиц, вовлекаемых в процесс инвестирования. Клиентами российских брокеров становятся не только крупные и средние портфельные инвесторы и спекулянты, но и мелкие инвесторы — физические лица с небольшим размером инвестиционных активов. Использование брокерскими компаниями систем удаленного доступа к операциям на организованном рынке в реальном режиме времени - Интернет-брокерских систем позволяет существенно расширить и качественно улучшить спектр предлагаемых инвесторам

дополнительных услуг, важное место среди которых занимают услуги по предоставлению возможности проведения маржинальных операций, особенно востребованных в отсутствие развитого срочного рынка.

Первая в России система Интернет-брокерского обслуживания (система Remote Trader) была внедрена в Гута Банке 3,5 года назад и за это время прошла эволюционный путь развития от системы сбора, обработки и передачи заявок клиентов в электронные системы торговли фондовых бирж до сложного постоянно развивающегося программно—технического комплекса. Данный комплекс, построенный по блочному принципу, позволяет обеспечить не только реализацию широкого спектра традиционных функций систем интернет—брокерского обслуживания, но и автоматизировать большую часть технологических операций, производимых сотрудниками различных подразделений банка при брокерском обслуживании клиентов (фронт-офис, бэк-офис, бухгалтерия, подразделения административной и технической поддержки операций клиентов и т.д.). Логика развития системы Remote Trader диктовалась потребностями клиентов, среди которых крупные профессиональные участники фондового рынка, юридические и физические лица, резиденты и нерезиденты.

Около 1,5 лет назад Гута Банком была разработана технология проведения маржинальных операций с использованием специального блока маржинальной торговли, интегрированного с системой Remote Trader. Данный программный блок полностью автоматизировал проведение маржинальных операций и обеспечил автоматическое заключение клиентами маржинальных сделок с ценными бумагами и денежными средствами в режиме on-line. В результате клиент получил возможность осуществлять маржинальные операции без каких-либо телефонных звонков и урегулирований в режиме реального времени через Интернет. При этом на совершение маржинальной операции требуется то же время, что и на совершение обычной сделки через систему Remote Trader.

Минимизация операционных рисков достигается в Гута Банке за счет высокого уровня автоматизации технологии проведения маржинальных операций в системе

Remote Trader. К средствам такой автоматизации можно отнести программные средства блока маржинального кредитования, проводящие автоматический расчет в режиме on-line как маржинальной позиции клиентов, нормативных маржинальных показателей, так и маржинальных сделок intraday и Специальных сделок РЕПО. Система позволяет практически полностью устранить и ценовой риск в режиме intraday, сделав его разновидностью операционного риска, за счет непрерывного отслеживания динамики рыночных котировок и своевременной генерации необходимых действий при выходе цен за допустимые пределы.

Основными параметрами управления ценовыми рисками маржинальных операций являются нормативные показатели. Необходимо отметить особый подход Гута Банка при определении данных нормативных показателей. Он базируется на статистическом анализе волатильности ценных бумаг, принимаемых банком в обеспечение маржинальных операций. С начала внедрения данной услуги, Гута Банк предлагал осуществление маржинальных сделок с маржинальным плечом **1:1**. В настоящий момент этот показатель составляет **1:3**.

Вероятно, к моменту защиты данного диплома Гута Банком будет введена в эксплуатацию качественно новая система Интернет-брокерского обслуживания – система Гута-Брокер, которая также содержит в себе аналогичный программный блок маржинальной торговли.

Исходя из вышеизложенного можно сделать вывод о необходимости разработки комплекса мер, направленных на регулирование маржинальной торговли ценными бумагами в целях минимизации рисков ее осуществления, повышения прозрачности ценообразования, защиты инвесторов на рынке ценных бумаг.

Глава IV. Необходимое регулирование маржинальной торговли на российском фондовом рынке

В соответствии со статьей 42 Федерального закона “О рынке ценных бумаг” к функциям ФКЦБ России относится разработка и утверждение единых требований к правилам осуществления профессиональной деятельности с ценными бумагами.

В рамках данной функции ФКЦБ России с июля 2000 года разрабатывает нормативно правовой акт, устанавливающий единые требования к осуществлению брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг.

По мнению Члена ФКЦБ России А.В. Плешакова для снижения рисков маржинальной торговли необходимо:

| Ограничить использование маржинальной торговли организаторами торговли, с надежной системой исполнения сделок.

| Осуществлять селекцию ценных бумаг, по которым может быть разрешена маржинальная торговля, по принципу ликвидности. В этом смысле фондовые биржи также участвуют в сегментации рынка ценных бумаг (котировальные листы).

| Ввести ограничения на открытие коротких позиций при падающем рынке.

| Предоставить участникам возможность закрытия позиций при приостановках торговли при критических колебаниях рынка (например, по средневзвешенной цене за последний период до приостановки торговли).

| Организации системы мониторинга и оценки рисков организаторами торговли и СРО.³⁹

Таким образом, разработки нормативной правовой базы необходимо исходить из следующих основных целевых ориентиров:

³⁹ *Интервью с членом ФКЦБ России А.В. Плешаковым. Маржинальная торговля должна стать “прозрачным” и регулируемым механизмом. Вестник НАУФОР. – 2000.- № 9(41). – с. 6*

- необходимости закрепить в российском законодательстве определение маржинальной торговли,
- закрепить правовые основы взаимоотношений брокеров с клиентами при предоставлении услуги маржинальной торговли,
- установить единые требования к деятельности брокеров при осуществлении ими маржинальных сделок,
- создать систему мониторинга и контроля рисков, возникающих при осуществлении маржинальной торговли,
- установить лимиты объемов осуществления профессиональными участниками маржинальных сделок в целях предупреждения (недопущения) системных рисков.

В связи с этим в нормативном правовом документе, регулирующем маржинальную торговлю, следует предусмотреть:

1. Закрепление понятия маржинальной сделки. При этом под маржинальной сделкой следует понимать сделку купли-продажи ценных бумаг в интересах клиента, расчет по которой (передача ценных бумаг или уплата денежных средств) производится брокером с использованием денежных средств или ценных бумаг, предоставленных клиенту брокером. При этом брокер предоставляет клиенту отсрочку для возврата использованных брокером в расчетах по маржинальной сделке денежных средств или ценных бумаг.
2. Правовые средства обеспечения обязательств клиентов перед брокером, возникших в результате исполнения брокером в интересах клиентов сделок частично за счет средств брокера,
3. Требования к системе управления и контроля рисками брокера, возникающими при совершении маржинальных сделок
4. Единую формулу расчета уровня маржи и минимальную периодичность ее расчета;

5. Допустимые размеры задолженности клиента перед брокером, возникшей в результате совершения маржинальных сделок, путем установления ограничительного и минимально допустимого уровней маржи клиента,
6. Закрепление нормы, запрещающей совершать маржинальные сделки при существенном (например, на 5% от цены предыдущего закрытия торговой сессии) снижении рыночных котировок ценных бумаг,
7. Нормативы предельно допустимого размера задолженности всех клиентов перед брокером и предельно допустимого размера задолженности одного клиента перед брокером, соблюдение которых брокерами, совершающими маржинальную торговлю, обязательно.
8. Обязанность брокера ежедневно представлять организатору торговли значения указанных нормативов, размеры задолженности клиентов перед брокером в целях мониторинга и предупреждения организаторами торговли системных рисков.

Необходимо добавить, что данный нормативный документ может являться также составным элементом разрабатываемой Федеральной комиссией системы надзора.

На основании информации, полученной из периодических изданий, СМИ, официальных пресс-релизов ФКЦБ России и опубликованных материалов конференций, проводимых Федеральной комиссией, можно увидеть, что работа в направлении нормативного регулирования маржинальной торговли на российском фондовом рынке активно ведется ФКЦБ России.

В целях оценки действительного положения дел и учета реалий российского фондового рынка ФКЦБ России провело следующий комплекс мероприятий:

В середине 2000 года ФКЦБ России проведен опрос заинтересованных профессиональных участников по проблеме маржинальной торговли, предлагалось представить предложения по ключевым проблемным вопросам осуществления маржинальной торговли на российском рынке ценных бумаг.

В сентябре 2000 года в ФКЦБ России была создана рабочая группа по вопросам регулирования маржинальной торговли, в состав которой вошли представители крупных инвестиционных компаний и банков, саморегулируемых организации, специалисты ФКЦБ России.

Результатом данного этапа работы явилась систематизация основных проблемных вопросов, связанных с разработкой нормативной правовой базы, регулирующей маржинальную торговлю на российском фондовом рынке.

Важным этапом проводимой работы явилась Всероссийская конференция профессиональных участников рынка ценных бумаг, проходившая в ноябре 2000 года, в рамках которой была проведена секция, посвященная проблемам нормативно-правового регулирования и практики осуществления маржинальной торговли на российском рынке ценных бумаг. На данной секции была обобщена практика осуществления маржинальной торговли на рынке ценных бумаг в инвестиционных компаниях и банках; определены подходы к минимизации рисков; продемонстрированы автоматические системы управления рисками, возникающими при осуществлении маржинальных операций брокерскими компаниями, а также обозначены основные функции, которые предполагается будут выполнять саморегулируемые организации, а также организаторы торговли в системе регулирования маржинальной торговли.

Результатом проделанной работы стало разработанное ФКЦБ России постановление о правилах осуществления брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг, принятое на заседании ФКЦБ России от 23.03.2001 года. В зависимости от содержания данного документа, заложенных в него норм, ограничений и других процедур, российский фондовый рынок будет строить свою практическую деятельность дальше при представлении услуги по маржинальной торговле.

Урегулирование маржинальной торговли сегодня является одним из шагов по обеспечению прав и законных интересов инвесторов.

Заключение

В настоящее время государственная стратегия развития фондового рынка направлена на снижение рисков инвесторов. Снижение инвестиционных рисков на рынке ценных бумаг – одна из приоритетных задач, стоящих перед Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (далее – Федеральная комиссия) на нынешнем этапе. В этой связи основные направления работы Федеральной комиссии связаны сегодня с урегулированием рисков. Кроме того, главной задачей в области регулирования рынка также является построение системы полноценного контроля и надзора за деятельностью профессиональных участников. В свете решения поставленных задач Федеральной комиссией разработано и принято (23.03.01) Постановление “Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении маржинальных сделок на рынке ценных бумаг”.

Маржинальная торговля сегодня является серьезным источником риска, в том числе и системного. Кроме того, маржинальная торговля находится вне рамок правового поля и является абсолютно непрозрачным, нерегулируемым механизмом.

В последнее время чрезмерная волатильность котировок российских корпоративных бумаг во многом вызвана осуществлением операторами рынка маржинальных сделок с недопустимо низкими соотношениями собственных и предоставленных средств инвестору (в основной своей массе игроков).

Указанные факты вовсе не стимулируют приход стратегического инвестора на российский рынок ценных бумаг и могут подорвать главную основу рынка – доверие инвесторов.

В сложившейся ситуации создание нормативной правовой базы, регулирующей маржинальную торговлю, а также системы мониторинга и контроля рисков, ею привносимых, является адекватным последовательным и, одновременно, крайне

необходимым шагом на пути к обеспечению цивилизованного развития российского фондового рынка, способствующему привлечению инвестиций в экономику России.

Формулировка возможных необходимых элементов указанной нормативной правовой базы явилась итогом дипломной работы.

Список литературы

1. *Рубцов Б.Б.* Зарубежные фондовые рынки: инструменты, структура, механизм функционирования. – М.: Инфа. – М., Московское агентство ценных бумаг, 1996. – 304 с.
2. *Колесников В.И., Торкановский В.С.* Ценный бумаги. - М.: Финансы и статистика, 1998.
3. *Тьюлз Р., Брэдли Э., Тьюлз Т.* Фондовый рынок.: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2000 г.
4. *Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж.* Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1997 г.
5. *Галкин И.В., Комов А.В., Сизов Ю.С., Чижов С.Д.* Фондовые рынки США и России: становление и регулирование. -М.: Экономика, 1998. -222 с.
6. *Андреев В.К.* Рынок ценных бумаг. Правовое регулирование. Курс лекций. - М., 1998. -160 с.
7. *Кураков В.Л.* Правовое регулирование рынка ценных бумаг Российской Федерации. - М.: Пресс-сервис, 1998.
8. *Килячков А.А., Чалдаева Л.А.* Практикум по российскому рынку ценных бумаг. - М.: Издательство БЕК, 1997.
9. Базовый курс по рынку ценных бумаг. – М. : ФИД “Деловой экспресс”. 1998 г.
10. Методическое пособие для подготовки к базовому экзамену. ИАУЦ НАУФОР, 2001 г.
11. Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть первая и вторая. Официальный текст по состоянию на 15 февраля 1998 года. Издательская группа НОРМА-ИНФА. М. – Москва, 1998.

12. О рынке ценных бумаг: Федеральный закон // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 17. -Ст. 1918.

13. О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг: Федеральный закон // Собрание законодательства Российской Федерации. -1999. -N 10. -Ст. 1163.

14. О мерах по государственному регулированию рынка ценных бумаг в Российской Федерации: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1994. -N 28. -Ст. 2972.

15. Об утверждении Концепции развития рынка ценных бумаг в Российской Федерации: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 28. -Ст. 3357.

16. О Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 28. -Ст. 3357.

17. О системе федеральных органов исполнительной власти: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 34. -Ст. 4081.

18. О некоторых вопросах раскрытия информации на рынке ценных бумаг: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг // Российская газета. - 2000. -15 февр.

19. О структуре федеральных органов исполнительной власти: Указ Президента РФ // Собрание законодательства Российской Федерации. -1996. -N 34. -Ст. 4082.

20. Об утверждении Положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и Положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг: Постановление Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг // Вестник Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. -1997. -N 4.

21. *Арифджанова А.* Маржинальная торговля на российском фондовом рынке. // Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 19(178). – с.19-21.

22. *Иоффе Д.* Проблемы и перспективы развития маржинальной торговли. //

Рынок ценных бумаг. – 2000. - № 19 (178). – с.22-25.

23. Интервью с членом ФКЦБ России А.В. Плешаковым. Маржинальная торговля должна стать “прозрачным” и регулируемым механизмом. Вестник НАУФОР. – 2000.- № 9(41). – с. 6

24. *Иоффе Д.* Рычаг, о котором не знал Архимед. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 9(41). – с. 4.

25. *Прибылов И.* Трудовые будни улицы Уолл Стрит или как кредитуют на Западе. Вестник НАУФОР. – 2000. - № 9 (41). – с.9

26. *Ладнюк Д.* Удобство и риск. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 9(41). – с.12

27. *Кузетенко А.* Выход из подполья расположен далеко от пирамиды. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 9(41). – с. 14

28. *Кузнецов Г.* Трейдинг без границ: опасно для здоровья экономики. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 10 (42). – с. 59

29. *Еременко А., Титов В.* Дайте им точку опоры, и они перевернут рынок. Вестник НАУФОР. – 2000. -№ 10 (42). – с. 62

30. *Миловидов Владимир.* Финансовый рынок и экономика России: размер не имеет значения ? // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №4 (139).

31. *Уваров Олег, Фомина Людмила.* Государственное регулирование - основа безопасности рынка ценных бумаг России. // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №2 (137).

32. Государственное регулирование рынка ценных бумаг. // Вестник ФКЦБ. - 3 декабря 1997 г. - № 9 (16).

33. *Ованесов А., Грабаров А., Гейнц Д.* В Россию можно только верить... Тенденции развития мировой экономики. // Рынок ценных бумаг. - 1998. - №14 (125).

34. *Ковальков Д.А.* Государственное вмешательство в рынок ценных бумаг. Нормативно-правовое регулирование. // Финансовый рынок. Еженедельный аналитический бюллетень. - 1998. - №11 (68). Консультационное агентство “Соболев”. Информационное агентство “Финмаркет”.

35. *Пухов С.* Интернет-трейдинг и маржинальная торговля. Вестник НАУФОР. – 2001. -№ 2 (46). – с. 40-43.

36. *Райзберг Б.А., Лозовский Л.Ш., Стародубцева Е.Б.* Современный экономический словарь в 3-х томах. М., Инфра-М., 1997.