

8.15. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ УПРАВЛЕНИЯ И ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЛИКВИДНОСТИ НА РЫНКЕ АКЦИЙ И ПАЕВ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ

Родина В.А., преподаватель, департамент Финансов, факультет экономических наук

Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики

В настоящей статье представлена значимость требования обеспечения и управления рыночной ликвидностью и рассмотрен вопрос институционального подхода к решению данной задачи в российской системе организованных торгов акциями. Проведен сравнительный анализ компонентов рыночной микроструктуры на рынке акций и паев Московской биржи, влияющих на ликвидность, – института маркет-мейкинга – с соответствующими компонентами рыночной микроструктуры Нью-Йоркской фондовой биржи и биржи EURONEXT с выявлением положительных и отрицательных эффектов институциональных заимствований. Выявлены существующие и потенциальные проблемные последствия от предоставления услуг маркет-мейкинга в его текущем формате на рынке акций и паев Московской биржи. В заключение представлены рекомендации по совершенствованию подхода к обеспечению и управлению рыночной ликвидностью с учетом эффективности институциональных проектов в зарубежной практике и существующих потребностей в корректировках в российской системе организованных торгов акциями.

Ликвидности уделяется пристальное внимание в исследованиях по рыночной микроструктуре, эффективной организации торговых площадок, управлению финансовыми рисками, принципам формирования рыночных цен и инвестиционной политике. Актуальность вопроса управления и обеспечения ликвидностью среди многочисленных и значимых вопросов, касающихся эффективной организации и функционирования биржевых торгов, обусловлена тем, что ликвидность сложно поддается контролю. Это чрезвычайно изменчивая рыночная характеристика, что видится в том, что ликвидность всегда несет в себе положительные сетевые экстерналии, а неликвидность – отрицательные сетевые экстерналии. Чем ликвиднее рынок, тем больше участников торгов он привлекает и тем ликвиднее становится. Ликвидность порождает ликвидность. Однако с позиций теории рыночной микроструктуры¹ положительная сетевая экстерналиа не является проблемным моментом в отличие от отрицательной сетевой экстерналии, поскольку четкому контролю над ликвидностью препятствуют сложности сдерживания именно отрицательной сетевой экстерналии. Спад ликвидности на начальном этапе задает мощный импульс дальнейшему падению, и, если в обычных условиях функционирования рынка все ограничивается несколькими «неприятными моментами», то в условиях появления стрессовости масштабы проявления отрицательной сетевой экстерналии неограниченны, что приводит рынок в бедственное положение.

¹ Является ли высокий уровень ликвидности благом – спорный вопрос. Ряд выдающихся экономистов XX в. (Д.М. Кейнс, Д. Тобин) выступали оппонентами высоколиквидного рынка.

Существует несколько механизмов реализации отрицательной сетевой экстерналии ликвидности – различные варианты, описывающие замкнутый круг хождения ценового сигнала, в связи с чем они обобщенно называются «петли ответной реакции цены» (price feedback loop), и парадигма неприятия неопределенности (uncertainty aversion), упоминаемая одним из наиболее авторитетных исследователей ликвидности на сегодняшний день М. О'Нара [14]. Мы приведем в качестве примера петли «петлю межрыночной / перекрестной ответной реакции» (cross-market feedback loop) [6].

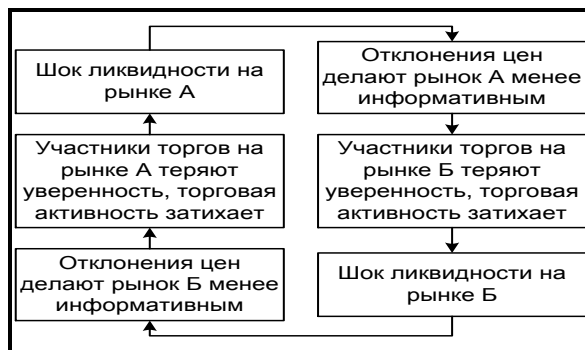


Рис. 1. «Петля межрыночной / перекрестной ответной реакции» (cross-market feedback loop)

В основе «петли межрыночной / перекрестной ответной реакции» лежит взаимосвязь двух рынков. Если на первом рынке шок ликвидности (каков бы ни был источник этого шока) понижает информационную эффективность, то участники торгов на втором рынке, потеряв ориентир, становятся менее уверенными в том, какую цену выставлять, и покидают рынок. Это порождает шок ликвидности на втором рынке и идентичную последовательность событий от второго к первому рынку.

Мы остановимся на рассмотрении такого институционального аспекта управления и обеспечения ликвидностью на рынке акций и паев Московской биржи как института маркет-мейкеров. Московская биржа позиционирует рынок акций и паев как order driven market – «рынок конкурирующих между собой заявок, при котором сделка заключается автоматически при пересечении условий во встречных анонимных заявках» [2]. Нам представляется, что рынок акций и паев все-таки относится к гибриднему типу по организации торгов, объяснение чему следует далее. На дилерских биржевых площадках контрагентом сделки является дилер / маркет-мейкер, выставляющий двусторонние котировки на покупку и на продажу со спецификацией цены и количества актива и обязующийся совершать сделки по выставленным котировкам по мере поступления рыночных заявок. На дилерских биржевых площадках рынок приводится в движение выставленными котировками дилеров, в связи с чем он получил название quote-driven market. На аукционных биржевых площадках контрагентами в сделке выступают трейдеры / инвесторы. Такой рынок функционирует по принципу состязательности односторонних лимитных заявок и называется order-driven market.

В мировой практике организованной торговли ценными бумагами биржа **NASDAQ** считается классическим примером дилерской торговой площадки для акций, а Нью-Йоркская фондовая биржа (**NYSE**) – аукционной торговой площадки для акций. (Отметим, что речь идет исключительно об акциях, поскольку торговые площадки для других видов финансовых активов – долговых инструментов, производных инструментов, валюты – функционируют, в основном, по принципам дилерского рынка.) В реальности основные мировые биржи ценных бумаг, включая **NASDAQ** и **NYSE**, имеют гибридную форму организации рынка [7]. Так, **NASDAQ** требует от дилеров размещать и, в отдельных случаях, исполнять лимитные заявки клиентов биржи – элемент, присущий рынку типа order-driven. Аналогичные требования дилерам выдвигаются другой крупной дилерской торговой площадкой – Лондонской фондовой биржей (**LSE**). В середине 2000-х гг. **NYSE** сделала «легкий крен» в сторону рынка типа quote-driven [12]. До этого семь компаний², зарегистрированных в качестве специалистов по ценным бумагам на **NYSE** (specialist firms), хотя и несли ответственность, прежде всего, за обеспечение порядка проведения аукциона ценных бумаг, дополнительно выступали дилерами в ситуациях существенного дисбаланса спроса и предложения на ценную бумагу (торговали против рыночного тренда), тем самым сглаживая острые углы аукционной торговли. После реформы на **NYSE** работают шесть компаний³, а на **NYSE MKT**⁴ четыре компании⁵ в качестве назначенных маркет-мейкеров (designated market-maker). Ключевые моменты, по которым они отличаются от «компаний-специалистов»:

- компетенция (идентификация контрагента после совершения сделки; отсутствие доступа к этим сведениям до совершения сделки);
- обязательства (положительное обязательство – уравновешивание дисбаланса спроса и предложения – сохранено, отрицательное обязательство – невмешательство в равновесный рынок – изъято).

По сути, изъятие права получения предварительной информации о контрагенте компенсируется предоставлением неограниченного по временному периоду права оказания услуг маркет-мейкинга [10]. Помимо этого, введены Supplemental Liquidity Providers (**SLPs**), которые являются комплементарными маркет-мейкерами. Нововведения на **NYSE**, очевидно, усиливают элемент, присущий рынку типа quote-driven. Представляется, что корректнее рассматривать Токійскую фондовую биржу (**TSE**) в качестве примера аукционной торговой площадки в чистом виде, поскольку нанимаемые **TSE** компании-посредники для

проведения аукционных торгов (аналоги «специалистов» по ценным бумагам на **NYSE**, именуемые «саитори»), никогда не действуют в качестве дилеров.

На Московской бирже действует институт опциональных маркет-мейкеров, что в практике зарубежных торговых площадок соответствует институту voluntary market-makers⁶. Осуществление практики опциональных маркет-мейкеров регламентируется следующими правовыми актами.

1. Правила допуска к участию в торгах Закрытого акционерного общества (ЗАО) «Фондовая биржа ММВБ» [3].
2. Правила проведения торгов по ценным бумагам в ЗАО «Фондовая биржа ММВБ» [4].
3. Открытая программа для ликвидных акций на Рынке акций и паев в Секторе Основной рынок ЗАО «ФБ ММВБ» [5].

Параметры обязательств маркет-мейкера устанавливаются Московской биржей по каждой ценной бумаге с учетом предложений участников торгов, согласных на выполнение функций маркет-мейкинга по данной ценной бумаге. Параметры обязательств маркет-мейкера включают требования к величине предельного спреда двусторонней котировки, к величине минимально допустимого объема подаваемых заявок, к периоду времени, в течение которого маркет-мейкер обеспечивает двусторонние котировки в течение Торгового периода в секторе Основной рынок. Параметры обязательств маркет-мейкера, равно как и размер вознаграждения эмитента маркет-мейкеру и эмитента и маркет-мейкера Московской бирже специфицированы в трехстороннем Договоре об оказании услуг маркет-мейкера в секторе Основной рынок.

По одной ценной бумаге имеется один или несколько маркет-мейкеров. Табл. 1. дает представление о практике опциональных маркет-мейкеров на Московской бирже.

Существо обязательств маркет-мейкеров в табл. 1. сводится к поддержанию цены, т.е. к соблюдению требования к величине предельного спреда двусторонней котировки – максимальной разницы между лучшей ценой предложения на покупку и лучшей ценой предложения на продажу. Это единственное направление обеспечения ликвидностью акций в секторе Основной рынок в режиме основных торгов «Т+» («стакан Т+2»). Дополнительное обязательство маркет-мейкинга по поддержанию объема осуществляется только для ПАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ». Соблюдение требования к величине предельного спреда двусторонней котировки предполагает не только регулирование транзакционных издержек, но и управление, в определенной степени, стабильностью ценовой динамики. Следовательно, в соответствии с концепцией пяти измерений ликвидности, отражающей многогранную природу ликвидности [8, 15], опциональный маркет-мейкинг на Московской бирже обеспечивает ликвидность по двум измерениям – плотности и эластичности.

Как видно из табл. 1, среди опциональных маркет-мейкеров рельефно выражен интерес к акциям перво-

² Bear Wagner Specialist, LLC, Fleet Specialist, Inc., LABRANCHE & Co., LLC., Performance Specialist Group, LLC., Spear, Leeds & Kellogg Specialists LLC., SIG Specialists, Inc., VAN DER MOOLEN Specialists USA, LLC.

³ Barclays PLC, BRENDAN E. CRYAN & Co., LLC., IMC Financial Markets Group, J STREICHER & Co., LLC., KCG Holdings, Inc., VIRTU Financial Capital Markets, LLC.

⁴ Фондовая биржа Америки (American Stock Exchange) вошла в состав NYSE Group под названием NYSE MKT в 2008 году.

⁵ BRENDAN E. CRYAN & Co., LLC., J STREICHER & Co., LLC., KCG Holdings, Inc., VIRTU Financial Capital Markets, LLC.

⁶ Мы предлагаем именно такой перевод выражения voluntary market-maker, поскольку прямой перевод прилагательного voluntary – добровольный – во многих случаях ассоциируется с безвозмездностью оказания услуг, что, очевидно, не соответствует практике маркет-мейкинга.

го эшелона. Для таких акций функции маркет-мейкера выполняют одновременно восемь-девять участников торгов. Ликвидностью обеспечиваются и так ликвидные акции. Обеспечение ликвидностью акций второго и третьего эшелона осуществляется только на выборочной основе одним-двумя участниками торгов. Введение Открытой программы маркет-мейкинга по акциям, в которой предусмотрена опция оказания услуг

маркет-мейкинга с существом обязательств по минимальному внутрисуточному объему сделок, минимальному объему заявки и минимальному периоду котирования, расширяет обеспечение ликвидностью дополнительно на два измерения ликвидности – частота торгов / немедленность и широта. Это делает обеспечение ликвидностью комплексным и разноплановым.

Таблица 1

ОПЦИОНАЛЬНЫЙ МАРКЕТ-МЕЙКИНГ В СЕКТОРЕ ОСНОВНОЙ РЫНОК В РЕЖИМЕ ОСНОВНЫХ ТОРГОВ Т+ («СТАКАН» Т+2), ОБЫКНОВЕННЫЕ И ПРИВИЛЕГИРОВАННЫЕ АКЦИИ (ПО СОСТОЯНИЮ НА 15 АПРЕЛЯ 2015 г.) [1]

Маркет-мейкер	Эмитент
ООО «АЛОР +», ООО «Компания БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС», ООО «Ренессанс Онлайн», ОАО «Брокерский дом «Открытие», ОАО «ИК «АЙ ТИ ИНВЕСТ», ОАО ИК «ЦЕРИХ КЭПИТАЛ Менеджмент», ОАО ИФ «ОЛМА», ЗАО «ВТБ Капитал», ООО «АТОН»	ОАО «АЛРОСА», Компания с ограниченной ответственностью «ЯНДЕКС Н.В.»
ООО «АЛОР +», ООО «Компания БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС», ООО «Ренессанс Онлайн», ОАО «Брокерский дом «Открытие», ОАО «ИК «АЙ ТИ ИНВЕСТ», ОАО ИК «ЦЕРИХ КЭПИТАЛ Менеджмент», ОАО ИФ «ОЛМА», ЗАО «ВТБ Капитал», ООО «АТОН»	ОАО Банк ВТБ, ОАО «АКРОН», ОАО «АК «ТРАНСНЕФТЬ», ОАО «АНК «БАШНЕФТЬ», ОАО «АФК «Система», ОАО «Аэрофлот - российские авиалинии», ОАО «ГМК «Норильский никель», ОАО «ГК ПИК», ОАО «ДИКСИ Групп», ОАО «Компания «М.видео», ОАО «МЕГАФОН», ОАО «МЕЧЕЛ», ОАО «МТС», ОАО «НК «ЛУКОЙЛ», ОАО «НОВАТЭК», ОАО «НМК», ОАО «РАСПАДСКАЯ», ОАО «Российские сети», ОАО «СУРГУТНЕФТЕГАЗ», ОАО «ТАТНЕФТЬ», ОАО «ФГК - РУСГИДРО», ОАО «ФСК ЕЭС», ОАО «Э.ОН Россия», ОАО «Московская Биржа ММВБ-РТС», ОАО «НК «Роснефть», ОАО «Сбербанк России», ОАО «СОЛЛЕРС», ОАО «РОСТЕЛЕКОМ», ПАО «Магнит», ПАО «МОСТОТРЕСТ», ПАО «УРАЛКАЛИЙ», ПАО «Северсталь»
ООО «АЛОР +», ООО «Компания БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС», ООО «Ренессанс Онлайн», ОАО «Брокерский дом «Открытие», ОАО «ИК «АЙ ТИ ИНВЕСТ», ОАО ИК «ЦЕРИХ КЭПИТАЛ Менеджмент», ОАО ИФ «ОЛМА», ООО ИК «Расчетно-фондовый центр», ООО «АТОН»	ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
ОАО «Брокерский дом «ОТКРЫТИЕ», ООО «АТОН», АО «ГАЗПРОМБАНК»	ПАО Банк «Финансовая Корпорация «Открытие»
АО «ИК «ФИНАМ», ООО «Московские партнеры»	ОАО «Институт Стволовых Клеток Человека»
АО «ИК «ФИНАМ», ЗАО «ВТБ Капитал»	ПОЛЮС ГОЛД ИНТЕРНЭШЕНЛ Лимитед (POLYUS Gold International Limited)
АО «ИК «ФИНАМ»	ОАО «Кузбасская Топливная Компания», ОАО «МРСК Центра», ОАО «Мультисистема», ОАО «Торгово-промышленная группа АЭССЕЛЬ»
АО «ИК «ФИНАМ»	ПАО «Платформа ЮТИНЕТ.РУ»
ЗАО ИК «ЭЛТРА»	ОАО «ВТОРРЕСУРСЫ», ОАО «Живой офис», ОАО «Левенгук»
ООО «Ренессанс Брокер»	ОАО «Детский мир», ПАО «ПРОМСВЯЗЬБАНК»
ЗАО «ИК «ЭНЕРГОКАПИТАЛ»	ОАО «МРСК Центра и Приволжья», ОАО «ЛЕНЭНЕРГО»
ООО «Компания БРОКЕРКРЕДИТСЕРВИС»	ПАО «Центр по перевозке грузов в контейнерах «ТРАНСКОНТЕЙНЕР»
ОАО «Брокерский дом «Открытие»	ОАО «Российская государственная страховая компания»
ЗАО «ВТБ Капитал»	Лента Лтд. (LENTA LTD.)
ООО «Московские партнеры»	ОАО «Абрау-Дюрсо»
ООО «Брокерская компания «РЕГИОН»	ОАО «Московский кредитный банк»
ООО «РУСС-ИНВЕСТ БРОКЕР»	ОАО «ИК РУСС-ИНВЕСТ»
ООО «Финансово-Экономический Консалтинг»	ОАО «УК Объединенных резервных фондов»

Однако Открытая программа предназначена исключительно для ликвидных акций, в большинстве своем входящих в состав Индекса ММВБ. Несложно догадаться, что подобная практика будет способствовать дальнейшей поляризации в соотношении ликвидности торгуемых на Московской бирже акций. Классическая концепция неприятия риска, свойственная как инвесторам, распоряжающимся акциями, так и опциональным маркет-мейкерам, способствующим легкости та-

кого распоряжения акциями, видимо, приведет к тому, что для торгуемых акций будут формироваться кластеры на противоположных полюсах по шкале ликвидности – кластер высокого уровня, включающий порядка 30-40 акций, и кластер низкого уровня ликвидности, включающий остальные акции. С учетом того, что на Московской бирже в обращении находятся порядка 200-250 акций, это весомый структурный дисбаланс.

Стоит отметить, что практика опционального маркет-мейкинга на Московской бирже вполне соответствует практике комплементарного маркет-мейкинга на NYSE, поскольку упомянутые выше Supplemental Liquidity Providers (SLPs) предпочитают работу с ликвидными акциями, средний дневной оборот которых превышает 1 млн. акций [11]. Однако выше также было упомянуто существование назначенных маркет-мейкеров (designated market-maker) для торгуемых на NYSE акций. На Московской бирже не представлен институт назначенных маркет-мейкеров. В видении Московской биржи, решение задачи обеспечения ликвидностью пассивно торгуемых акций следует возлагать на эмитентов данных акций (поиск участников торгов, согласных на выполнение функций маркет-мейкинга). А ведь в управлении и обеспечении ликвидностью одной из задач являются организационные проекты, направленные на улучшение сбалансированности в перераспределении финансового капитала на российском рынке акций. В настоящее время (как, впрочем, и в предыдущие годы) российский рынок акций характеризуется крайне высокой степенью концентрации, что представлено на рис. 2.

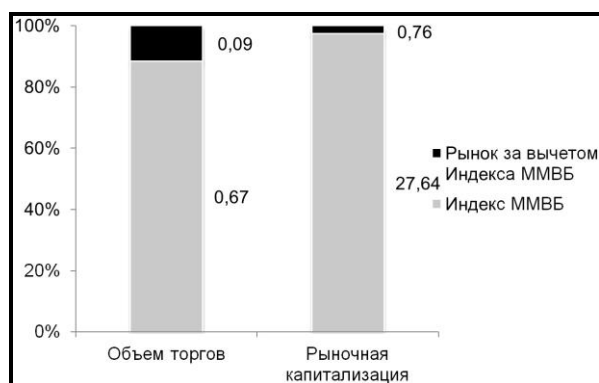


Рис. 2. Рыночные доли Индекса ММББ по отношению к совокупному рынку Московской биржи с точки зрения объема торгов (совокупный объем торгов за март 2015 г.) и рыночной капитализации (капитализация на 31 марта 2015 г.)⁷, трлн. руб.

В условиях высокой степени концентрации акции, не входящие в состав Индекса ММББ, не обладают высокой ликвидностью и, следовательно, характеризуются стандартными рисками неликвидных ценных бумаг. Получается замкнутый круг, поскольку «раскрутка» таких акций предполагает заинтересованность ими у инвесторов, что представляется маловероятным ввиду их малой инвестиционной привлекательности. Под этим понимается инвестиционная привлекательность не с точки зрения доходности, а с точки зрения легкости распоряжения такими акциями на рынке, ведь склонность инвесторов инвестировать в ценные бумаги во многом определяется возможностями беспрепятственного совершения покупки и продажи. Вместе с тем, по состоянию на март 2015 г. речь идет об акциях 211 эмитентов, поскольку на индекс-

ные акции приходится только 45 эмитентов (в Индексе ММББ в число 50 акций входят как обыкновенные, так и привилегированные акции). То есть, неликвидными, в различной степени, акциями на Московской бирже являются акции 82,42% эмитентов.

Отметим, что акции, входящие в состав Индекса ММББ, обладают достаточной ликвидностью по меркам крупных зарубежных площадок. Для этого достаточно провести сравнение по относительному спреду лучших цен спроса и предложения, который является одним из наиболее объективных показателей ликвидности, что представлено в табл. 2.

Таблица 2

СРЕДНИЕ ДНЕВНЫЕ СПРЕДЫ ПО ОСНОВНЫМ РЫНОЧНЫМ ИНДЕКСАМ ЕВРОПЕЙСКИХ ФОНДОВЫХ ПЛОЩАДОК И МОСКОВСКОЙ БИРЖИ, ИЮНЬ 2015 [9]⁸

Индекс	Страна	Площадка	Значение %
MICEX* / 33 акции с кросс-листингом**	РФ	МБ	0,264 / 0,045
FTSE 100	Великобритания	LSE2	0,061
CAC 40	Франция	ENXT	0,053
AEX 25	Нидерланды	ENXT	0,056
MIB 40	Италия	XMIL	0,099
DAX 30	Германия	XETR	0,045
IBEX 35	Испания	XMAD	0,065
OMXS 30	Швеция	XSTO	0,087
OMXH 25	Финляндия	XHEL	0,104
OMXC 20	Дания	XCSE	0,088
OBX	Норвегия	XOSL	0,116
SMI 20	Швеция	XSWX	0,072
ATX 20	Австрия	XWBO	0,141

В табл. 2 представлены два значения относительно среднего спреда для российского рынка – по лучшим ценам спроса и предложения на момент окончания торговой сессии (0,264) для 45 обыкновенных акций в составе Индекса ММББ и по лучшим ценам спроса и предложения в течение торговой сессии (0,045) для 33 акций с кросс-листингом на LSE. Разрыв между этими значениями обусловлен, во-первых, разницей в количестве акций, а, во-вторых, тем, что спреды на момент окончания торговой сессии традиционно превосходят таковые в течение дня, поскольку они подвержены влиянию риска неопределенности после окончания торговой сессии (overnight risk). Имеет смысл сравнивать либо 33 акции, либо 45 акций, но с корректировкой на понижение значения. Тогда, как видно из табл. 2, ликвидность в сегменте индексных акций на Московской бирже вполне располагается на уровне ликвидности индексных акций европейских биржевых площадок.

Очевидно, что дополнительная ликвидность для индексных акций не имеет такой насущной потребности, как дополнительная ликвидность для остального сегмента рынка акций и паев. Однако Открытая программа по акциям работает именно по первому направлению. Политика Московской биржи в вопросе поддержания ликвидности акций через институт мар-

⁷ Расчетные данные с привлечением данных сектора Основной рынок акций и паев Московской биржи.

⁸ * – средние спреды по цене предложения и спроса на момент закрытия торговой сессии; ** – дневные средние спреды.

кет-мейкинга в данном случае совпадает с таковой на **NYSE**. В этой связи мы могли бы рекомендовать рассмотреть политику другой крупнейшей мировой площадки, схожей с **NYSE** и Московской биржей по параметрам рыночной микроструктуры – **EURONEXT** – биржевой площадки гибридного типа с преобладанием аукционного рынка, но и с элементами дилерского рынка. Действующая по принципу аукционного рынка для активно торгуемых акций, **EURONEXT** имеет назначенных маркет-мейкеров для пассивных акций. С ежегодной частотой **EURONEXT** пересматривает торговую активность акций, в том числе в части удовлетворения условию совершения не менее 2500 сделок в год. Акции, по которым условие достигнуто, подлежат обращению в режиме непрерывного аукциона. Акции, по которым условие не достигнуто, подлежат обращению в режиме дискретного аукциона. Для таких акций обращение в режиме непрерывного аукциона не исключается, однако возможно только при поддержке ликвидности назначенным маркет-мейкером [16]. Также на **EURONEXT** имеются опциональные маркет-мейкеры, именуемые liquidity providers (**LPS**), которые до недавнего времени занимались обеспечением рынка для акций компаний малой и средней рыночной капитализации. Маркет-мейкинг для акций компаний крупной рыночной капитализации, включенных в индекс голубых фишек **EURONEXT 100**, был запрещен. В 2015 г. **EURONEXT** несколько изменила правила опционального маркет-мейкинга, и теперь его услуги распространяются на все акции без исключения. Однако это не меняет тот факт, что в течение почти десятилетия после объединения нидерландской, французской, бельгийской и португальской бирж, политика **EURONEXT** в вопросе поддержания ликвидности фокусировалась на акциях малой и средней рыночной капитализации (что, возможно, обусловлено повышением диверсификации обращающихся ценных бумаг после объединения четырех достаточно разнородных торговых площадок). Исследование **MENKVELD** и **WANG** (2013) [13] показывает положительный эффект (увеличение ликвидности и уменьшение рисков, связанных с ограниченной ликвидностью) для компаний малой и средней рыночной капитализации на **EURONEXT**.

Как видно, политика **EURONEXT** в вопросе поддержания ликвидности прямо противоположна описанной выше практике комплементарного маркет-мейкинга на бирже **NYSE** и опционального маркет-мейкинга на Московской бирже. Нам представляется, что проекты Московской биржи, подобные таковым на бирже **EURONEXT**, могли бы в большей степени способствовать сглаживанию структурного дисбаланса, уменьшению рисков, связанных с ограниченной ликвидностью, и улучшению инвестиционной привлекательности для большей части обращающихся на основной российской торговой площадке акций.

Литература

1. Московская биржа, маркет-мейкинг на спотовом рынке [Электронный ресурс]. URL: <http://moex.com/s1426>.
2. Московская биржа. Рынок акций и паев [Электронный ресурс]. URL: <http://moex.com/s1161>.
3. Правила допуска к участию в торгах Закрытого акционерного общества «Фондовая биржа ММББ» [Электронный ресурс] : утв. Советом директоров ЗАО «ФБ ММББ» 28 апр. 2014 г. Режим доступа: <http://www.moex.com>
4. Правила проведения торгов по ценным бумагам в Закрытом акционерном обществе «Фондовая биржа ММББ» [Электронный ресурс] : утв. Советом директоров ЗАО «ФБ ММББ» 28 апр. 2014 г. (протокол №25). Режим доступа: <http://www.moex.com>
5. Регламент проведения программы маркет-мейкинга в Секторе рынка Основной рынок ЗАО «ФБ ММББ» [Электронный ресурс] : действующая редакция с 1 авг. 2014 г. Режим доступа: <http://www.moex.com>
6. Benos E. The role of designated market makers in the new trading landscape [Text] / E. Benos, T. Wetherlit // The Bank of England quarterly bulletin. – 2012. – Quarter 4. – Pp. 343-353.
7. Gu A. 2005. A survey of the world's top stock exchanges' trading mechanisms and suggestions to the Shanghai stock exchange [Electronic resource] / F/Gu // Shanghai stock exchange. URL: <http://www.sse.com.cn/researchpublications/workstation/c/station20050821.pdf>.
8. Harris L. Trading and exchanges: market microstructure for practitioners [Text] / L. Harris. – Oxford university press, New-York, 2002.
9. Liquidmatrix monthly report. Intelligent financial systems [Electronic resource]. – 2015. – June. URL: <http://www.if5.com/LiquidMatrix/Battlemap>.
10. Kissell R. The science of algorithmic trading and portfolio management [Text] / R. Kissell. – R. : Elsevier, San-Diego, Oxford, 2014.
11. Market model overview [Electronic resource] / NYSE. URL: <https://www.nyse.com/market-model/overview>.
12. Mehta N. NYSE plans to let more brokerages become market makers [Text] / N. Mehta // Bloomberg news. – 2012. – April, 17.
13. Menkveld A., Wang T. How do designated market makers create value for small-caps? [Text] // A. Menkveld, T. Wang // Journal of financial markets. – 2005. – Vol. 16. – Pp. 571-603.
14. O'Hara M. Liquidity and financial market stability [Text] / M. O'Hara / National bank of Belgium // Working paper. – 2004. – May. – No. 55.
15. Sarr A. Measuring liquidity in financial markets [Text] / A. Sarr, T. Lybek / International monetary fund. 2002. WP 02/232.
16. What is a liquidity provider's agreement? [Electronic resource] / Euronext. URL: <https://www.euronext.com/nl/listings/faq/liquidity>.

Ключевые слова

Управление ликвидностью; обеспечение ликвидностью; Московская биржа; Нью-Йоркская фондовая биржа; NYSE; EURONEXT; маркет-мейкинг; маркет-мейкер; спред.

Родина Виктория Алексеевна

РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья посвящена одному из весьма актуальных вопросов организации и функционирования торговых площадок, целью которых является поддержание ликвидности ценных бумаг. Исследование проводится для рынка акций и паев Московской биржи, являющегося в настоящее время основной торговой площадкой для частных и институциональных, в том числе, зарубежных инвесторов. Актуальность вопроса обусловлена тем, что ликвидность является одним из ключевых факторов обеспечения устойчивости в проведении торгов, что имеет высокую важность в кризисных условиях.

В статье сопоставляются институциональные условия института маркет-мейкерства для ряда зарубежных площадок и проведены параллели с практикой на российской торговой площадке (МБ). Четко обозначены проблемные моменты для акций большей части российских эмитентов, связанные с функционированием института маркет-мейкерства в настоящее время. Представленное исследование отвечает требованиям новизны и обладает несомненной практической направленностью в части предоставления рекомендаций относительно перспективных направлений дальнейшего развития механизмов поддержания ликвидности и выравнивания структурной асимметрии на российской торговой площадке по акциям.

Научная статья «Институциональные аспекты обеспечения и управления ликвидностью на рынке акций и паев Московской биржи» Родиной В.А. соответствует требованиям, предъявляемым к работам подобного рода, и может быть рекомендована к публикации.

Теплова Т.В., д.э.н., профессор, департамент финансов, Факультет экономических наук Национального исследовательского университета – Высшей школы экономики.