Гусев А.В.
аспирант кафедры управления рисками и страхования экономического факультета Московского государственного университета им. М. В. Ломоносова, ведущий риск-менеджер ОАО «Брокерский дом «Открытие»
shurikgusev@gmail.com

рыночная ликвидность ценных бумаг: управление рисками

управление риском рыночной ликвидности при маржинальных операциях

Аннотация

В статье рассмотрены основные теоретические аспекты риска рыночной ликвидности и проанализированы факторы, влияющие на ликвидность ценных бумаг. Также рассматривается методика составления списка ликвидных бумаг, используемая на российских фондовых биржах. Предлагаются практические методы управления риском рыночной ликвидности, которые могут применять брокерско-дилерские организации при предоставлении услуг маржинального кредитования на рынке ценных бумаг.

Ключевые слова: управление риском, рыночная ликвидность, маржинальное кредитование, атрибуты ликвидности, брокерско-дилерские организации, ценные бумаги

О риске рыночной ликвидности говорят, когда ликвидационная стоимость всего или части портфеля отличается от его текущей рыночной стоимости. Наиболее часто этот вид риска проявляется на низколиквидных рынках (с широкими ценовыми спредами и малым объемом торгов), когда при немедленном закрытии позиции участники несут потери из-за неблагоприятной цены ликвидации, либо подвергаются ценовым рискам из-за длительного периода исполнения сделки (ожидания контрагента).

При стабильных условиях на высоколиквидных рынках можно быстро заключать сделки большого объема по ценам, близким к рыночным. Но во время кризиса ликвидность, как правило, исчезает, и транзакционные издержки возрастают многократно (2).

Атрибуты ликвидности

Ликвидный рынок – это рынок, на котором участники могут быстро совершать сделки большого объема без существенного влияния на цену (3). Данное определение охватывает несколько различных свойств ликвидного рынка, которые принято называть атрибутами (или аспектами) ликвидности. К ним относятся:

…во время кризиса ликвидность, как правило, исчезает, и транзакционные издержки возрастают многократно

1) вязкость рынка – определяется отклонением цены реальной сделки от среднерыночной цены и измеряется величиной спреда. Чем меньше спред, тем ниже уровень транзакционных издержек, и, следовательно, выше ликвидность. Выделяют три типа спреда:
– наблюдаемый (котируемый) спред – разность между минимальной ценой заявок на продажу и максимальной ценой заявок на покупку;
– реализованный спред – разность между средневзвешенными ценами сделок, совершенных по цене спроса, и сделок, совершенных по цене предложения, за какой-то период времени;
– эффективный спред определяется для каждого участника индивидуально и равен разнице между реальной ценой сделки и средней ценой рынка в момент сделки. Кроме объема сделки, также учитывается направление движения цен на рынке: при тенденции к падению цен эффективный спред при продаже актива будет больше, чем при покупке, и наоборот. Величина эффективного спреда является самым точным показателем вязкости рынка (3, 4);
2) глубина рынка. Характеризует потенциальный объем спроса и предложения актива на рынке к моменту сделки и отражает количество и активность участников рынка, объем и интенсивность торговли. Глубина может быть измерена количеством и объемом заявок на покупку и продажу, или максимальным объемом сделки, не влияющем на текущие котировки. Второй способ учитывает эффект влияния на цену (повышение/снижение цены в результате исполнения заявок, поданными покупателями/продавцами) и является более предпочтительным. Глубина рынка отражает как механизм установления цен, так и транзакционные издержки, и чем она больше, тем выше ликвидность рынка;
3) релаксация рынка. Характеризуется временем, за которое устраняется дисбаланс между спросом и предложением, возникшим в результате совершения сделки и возможного расширения рыночного спреда. Для измерения этого аспекта ликвидности необходимо оценить скорость возврата величины спреда к его досделочному значению. Чем меньше время, тем выше ликвидность рынка.

Спред и ликвидность

Перечисленные атрибуты ликвидности являются микроструктурными характеристиками рынка. На сегодняшний день основными проблемами при их измерении являются недостаточность накопленных статистических данных и сложность их получения. Участники российского фондового рынка при анализе рыночной ликвидности используют информацию о совершенных сделках, предоставленную фондовыми биржами. Отсутствие общедоступных данных о различных видах рыночных спредов, заявках и других атрибутов ликвидности является актуальной проблемой.
На практике мерой риска рыночной ликвидности служат реализованный спред и эффект влияния на цену, определяемый величиной ликвидируемой

позиции и глубиной рынка. В работе (5) рассмотрены две составляющие риска ликвидности: экзогенная (объективная), определяемая общими для всех характеристиками рынка (объемом рынка, глубиной, величиной спреда), и эндогенная составляющая, зависящая от объема позиции: чем он больше, тем выше эндогенный риск ликвидности. Существует множество теоретических моделей ликвидности, учитывающих эндогенные и экзогенные составляющие, но из-за требовательности к входным данным применение их на практике крайне затруднительно.

Рассмотрим проблему оценки ликвидности ценных бумаг, возникающую у брокерско-дилерских организаций (далее – брокеры), предоставляющих услугу маржинального кредитования. Под маржинальной торговлей (маржинальным кредитованием) понимается осуществление сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг (далее – ЦБ), взятых взаймы у брокера. При маржинальных сделках покупки клиент оплачивает часть стоимости сделки собственными денежными средствами, а остальная сумма предоставляется брокером в заем, обеспечением которого являются денежные средства и/или ЦБ, находящиеся на счете инвестора у брокера (6).

Ликвидные ценные бумаги

В обеспечение маржинальных займов должны приниматься только высоколиквидные ЦБ, так как в противном случае при неблагоприятном для клиента движении цен на рынке и последующем принудительном закрытии позиций брокер может понести убытки. В настоящий момент в обеспечение маржинальных займов могут приниматься ЦБ, соответствующие Положению о критериях ликвидности ценных бумаг (7) (далее – Положение).

Согласно первому критерию, в список ликвидных ЦБ должны входить только бумаги, прошедшие процедуру листинга (включения в котировальный список). ФСФР России устанавливает требования по раскрытию информации о ЦБ, сроке существования, требованиям к минимальному размеру собственного капитала эмитентов, претендующих на включение в котировальные листы, что в целом положительно отражается на ликвидности ЦБ. У данного критерия есть существенный недостаток: внесписочные ЦБ, обращающиеся на бирже и обладающие высокой степенью ликвидности (например, акции ОАО «Газпром»), не соответствуют Положению.

Согласно второму критерию, итоговый удельный вес ЦБ, рассчитываемый на основании количества и объема сделок, а также количества участников торгов, должен превышать 10% (7). Из всех атрибутов ликвидности этот критерий явно учитывает только глубину рынка. Эндогенные и другие экзогенные характеристики (вязкость, релаксация) не учитываются. К недостаткам также относятся использование вход-

ликвидный рынок –
это рынок, на котором
участники могут
быстро совершать сделки
большого объема
без существенного влияния
на цену

глубина рынка характеризует потенциальный объем спроса и предложения актива на рынке к моменту сделки и отражает количество и активность участников рынка, объем и интенсивность торговли

ных данных по всем режимам торгов, в том числе не используемых брокерами при принудительной реализации активов клиентов, и не совсем корректный учет торговой активности по времени. Например, неликвидная ЦБ, пользующаяся ажиотажным спросом в течение лишь нескольких дней квартала, может соответствовать критериям Положения.

Экзогенная ликвидность и параметры обеспечения

Для учета риска экзогенной ликвидности и составления своего списка ЦБ, принимаемых в обеспечение маржинальных займов, брокерам рекомендуется дополнительно рассчитывать следующие параметры:

1) средний оборот ЦБ за день должен быть не менее 50 млн рублей;

2) отношение остатка ЦБ самого крупного клиента к среднедневному обороту не должно превышать 25%. В противном случае при принудительном закрытии позиций клиентов у брокера могут возникнуть убытки из-за эффекта влияния на цену;

3) отношение суммы остатков ЦБ на счетах всех клиентов к среднедневному обороту – должно быть не более 50%;

4) волатильность ЦБ – чем она выше, тем более рискованным является обеспечение маржинального займа (8);

5) доля акций компании, находящаяся в свободном обращении (не менее 25%). Снижение данного показателя негативно влияет на ликвидность (4).

6) котирование ЦБ на нескольких биржах одновременно положительно сказывается на рыночной ликвидности, увеличивающейся за счет арбитражных операций и информационной прозрачности.

Приведенные выше показатели получены эмпирическим путем и успешно применяются брокерами на практике. Кроме показателей, являющихся уникальными для каждой ЦБ, необходимо учитывать факторы, влияющие на ликвидность рынка в целом: доступность иностранного капитала, инфраструктура торговых площадок, количество розничных инвесторов, законодательные ограничения. Для эффективного управления риском рыночной ликвидности все приведенные факторы и показатели должны пересматриваться брокерами на регулярной основе.

В заключение стоит отметить, что риск рыночной ликвидности имеет многогранную природу и определяется множеством характеристик и факторов, получение количественных оценок которых на практике является трудноразрешимой задачей. Положение должно быть доработано, но в целом отражает рыночную ликвидность.

Таким образом, использование результатов современных теоретических исследований по данной тематике в совокупности с общедоступной рыночной информацией, анализом собс-

твенной клиентской базы и расчетных показателей ликвидности позволяет брокерам эффективно управлять риском рыночной ликвидности при предоставлении услуг маржинального кредитования.

Литература

1. Lowenstein R. When Genius Failed. – London: Fourth Estate, 2001.
2. The influence of market makers in the creation of liquidity. Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, May 1999.
3. Market Liquidity: Research Findings and Selected Policy Implications. Report of a study group established by the Committee on the Global Financial System of the central banks of the Group of Ten countries. – BIS, 1999.
4. Factors Influencing Liquidity in Emerging Markets. Report of the IOSCO Emerging Markets Committee, December 2007.
5. Bangia A., Diebold F.X., Schuermann T., Stroughair J.D. Modelling liquidity risk with implications for traditional market risk measurement and management. // Figlewski S., Levich R. (eds.). Risk Management: The State of the Art. – Amsterdam: Kluwer Academic Publishers, 2002.
6. Приказ ФСФР России от 07.03.2006 № 06-24/пз-н «Об утверждении Правил осуществления брокерской деятельности при совершении на рынке ценных бумаг сделок с использованием денежных средств и/или ценных бумаг, переданных брокером в заем клиенту (маржинальных сделок)».
7. Приказ ФСФР РФ от 07.03.2006 № 06-25/пз-н «Об утверждении Положения о критериях ликвидности ценных бумаг».
8. Chordia T., Sarkar A., Subrahmanyam A. An Empirical Analysis of Stock and Bond Market Liquidity. // The Review of Financial Studies. – 2005. – Vol. 18.

рп

Gusev A.V.
Postgraduate Student, Chair of Risk Management and Insurance, Department of Economics, Lomonosov Moscow State University, Leading Risk Manager, Brokerskiy Dom Otkrytie (Brokerage House Opening) OJSC

Market Liquidity Risk Management for Margin Operations

Abstract

The article considers the basic theoretical aspects of the market liquidity risk and analyses factors affecting the liquidity of securities. The policy of compiling the list of liquid securities, used on the Russian stock exchanges is also examined. The author suggests practical methods for market liquidity risk management, which can be applied by broker-dealer companies when providing margin lending on the securities market.

Keywords: risk management, market liquidity, margin lending, liquidity attributes, broker-dealer companies, securities