

## 10.18. АРБИТРАЖНОЕ ЦЕНООБРАЗОВАНИЕ НА ЛОНДОНСКОЙ И МОСКОВСКОЙ БИРЖАХ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ

Федорова Е.А., д.э.н., проф. кафедры финансового менеджмента Финансового университета при Правительстве РФ;

Гиленко Е.В., к.э.н., доцент кафедры экономической кибернетики, СПбГУ (Санкт-Петербургский Государственный Университет)

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)

Доказана возможность арбитражной стратегии между депозитарными расписками на LSE IOB и акциями на Московской бирже по следующим причинам:

- большое количество инструментов с двойным листингом;
- высокая ликвидность инструментов;
- совпадение в торговых часах;
- удобство доступа и налаженная инфраструктура;
- низкие операционные издержки.

Мировые финансовые рынки выполняют в современной глобальной экономической системе жизненно важную роль: они обеспечивают перераспределение капитала между теми регионами или отраслями мирового хозяйства, где он в избытке и где в недостатке. Таким образом потоки капитала способствуют более эффективному функционированию всей системы в целом. Наряду с рынком банковских кредитов, одной из структурных составляющих финансовой системы является фондовый рынок. Стремительное развитие фондовых рынков в последние десятилетия свидетельствует об их особой значимости в экономике как развитых, так и развивающихся стран. Фондовый рынок не только обеспечивает трансформацию сбережений в инвестиции, позволяя стать участниками этого процесса огромному количеству инвесторов, в том числе частных, но и стимулирует движение товаров и услуг, предлагая самые разнообразные способы финансирования и страхования торговых операций. Другие важнейшие задачи – обслуживание государственного долга, регулирование финансовых потоков, перераспределение права собственности.

Одно из преимуществ фондового рынка – разнообразие предлагаемых финансовых инструментов. Даже если говорить только о биржевом рынке, где ведется торговля стандартизированными продуктами, инвестору предоставляется широкий выбор ценных бумаг, подходящих для различных целей и временных горизонтов инвестирования. Тенденция последних десятилетий – более быстрое развитие производных финансовых инструментов по сравнению с другими видами ценных бумаг. Один из основных мотивов, толкающий финансистов к конструированию новых инструментов, – возможность решения задач, которые невыполнимы при использовании традиционных видов ценных бумаг.

Международные границы перестают быть барьерами при инвестировании, мировые финансовые площадки становятся более доступными. Благодаря глобализации и внедрению новых технологий у инвесторов есть возможность приобретать активы любой части земного

шара через единую инфраструктуру. Огромную роль в доступности международных финансов для широкого круга лиц сыграло появление возможности проведения двойного листинга ценных бумаг, а также выпуска депозитарных расписок. Изначально возможность котирования идентичных инструментов на нескольких площадках одновременно была предназначена для расширения возможностей доступа, но на следующем этапе был раскрыт потенциал создания отдельных торговых стратегий, направленных на извлечение прибыли из неэффективности рынка при оценке активов. В настоящее время крупнейшие мировые инвестиционные дома и хедж-фонды вовлечены в процесс поиска и реализации арбитражных стратегий на всех мировых рынках. Актуальность работы обеспечена концептуальным содержанием исследования, в рамках которого анализируются важнейшие аспекты взаимосвязи рынков акций и депозитарных расписок на примере Московской и Лондонской фондовых бирж. Максимальное использование информации с рынка – также тенденция последнего времени. Кроме того, актуальна идея построения арбитражного портфеля, выявляющего неэффективности рынка с низким и высоким уровнем ликвидности.

Арбитражную торговлю можно осуществлять как с финансовыми инструментами (акциями, ПФИ, валютами, облигациями) так и с товарами и услугами. Если объединить арбитраж в пространстве и времени, то вся спекулятивная торговля носит арбитражный характер. Но обычная торговля (реализация произведенных товаров или услуг) арбитражем не является. Арбитражные стратегии относятся к наименее рискованным видам биржевой торговли. Минимизация риска происходит благодаря открытию позиций одновременно по двум инструментам (группе инструментов) в противоположных направлениях: убыток по одному из них должен быть компенсирован прибылью по второму. Как правило, арбитражные операции приносят доход за счет отставания или опережения выбранного инструмента от общего тренда. Однако определение подходящих инструментов для арбитражных операций – это трудоемкий процесс, реализация которого возможна множеством способов. Одним из них является анализ общих факторов, которые влияют на курс. Привлекательный арбитражный портфель не будет иметь факторного риска и требовать дополнительных инвестиций, но при этом будет обладать положительной ожидаемой доходностью (большей, нежели чем по депозитам).

Цель арбитражного торговца, в отличие от цели спекулянта, заключается в получении прибыли при минимальном риске. Он, так же как и хеджер, не хочет брать на себя риски. Однако основной вид деятельности хеджера – производство, у него нет непосредственной цели заработать на финансовом или товарном рынке. В основе же деятельности арбитражера – торговля различными инструментами и извлечение прибыли из рыночных диспропорций. Он занимает две противоположные позиции по переоцененному и недооцененному активу и ждет устранения дисбаланса между инструментами.

Арбитражные стратегии можно классифицировать по нескольким признакам. По степени риска можно выделить три вида арбитража.

- Чистый арбитраж подразумевает наличие расхождений в ценах в один момент времени между двумя идентичными

активами и предполагает необходимость их приравнивания в определенный момент в будущем.

- «Почти арбитраж» заключается в том, что активы имеют идентичные, либо практически идентичные денежные потоки, но продаются по различным ценам, при этом неизвестно, совпадут ли цены активов в будущем.
- Спекулятивный арбитраж (также иногда его называют рисковым) по сути дела не должен считаться арбитражем, т.к. инвесторы, по их мнению, находят неверно оцененные или похожие активы, покупая более дешевые и продавая более дорогие из них. Если инвесторы оказались правы, то в будущем разность цен должна сократиться, принося прибыль. Данные стратегии конструируются с целью фиксации прибыли при условии наступления определенного события. Если оно не наступает, то возникает убыток, но зачастую небольшой (например, трейдер надеялся на выплату дивидендов в большем размере, нежели чем они были объявлены).

### Анализ возможностей пространственного арбитража между Московской биржей и Лондонской фондовой биржей (LSE) [3]

Московская биржа – крупнейший в Российской Федерации и Восточной Европе биржевой холдинг, образованный 19 декабря 2011 г. в результате слияния биржевых групп «Московская межбанковская валютная биржа» (ММВБ, основана в 1992 г.) и «Российская торговая система» (РТС, основана в 1995 г.). Московская биржа входит в двадцатку ведущих мировых площадок по объему торгов ценными бумагами, суммарной капитализации торгуемых акций и в десятку крупнейших бирж производных финансовых инструментов. На Московской бирже участникам доступна современная и высокотехнологичная инфраструктура по торговле акциями, облигациями, валютой, инвестиционными паями, биржевыми фондами **ETF**, товарами (зерном, золотом, серебром), производными финансовыми инструментами, в том числе и внебиржевыми деривативами.

Торги ценными бумагами проводятся на Фондовом рынке Московской биржи по технологической схеме T+2: частичное предварительное депонирование средств и расчеты через два дня после заключения сделки. Производные финансовые инструменты, такие как фьючерсы и опционы на акции, индексы, валютные пары, торгуются на срочном рынке. Спотовые сделки и сделки своп с иностранной валютой заключаются на Валютном рынке участникам доступны:

- доллар / рубль;
- евро / доллар;
- евро / рубль;
- китайский юань / рубль;
- белорусский рубль;
- украинская гривна;
- казахский тенге.

Денежный рынок предлагает участникам удобные сервисы управления ликвидностью. В секциях денежного рынка заключаются сделки РЕПО с государственными ценными бумагами, инструментами денежного рынка, а с 2013 г. доступно заключение сделок РЕПО с Центральным контрагентом (акции и облигации). На базе торговой платформы валютного рынка проводятся торги золотом и серебром. Все биржевые рынки Московской биржи доступны как юридическим, так и физическим лицам, как резидентам РФ, так и резидентам иностранных государств по схеме прямого доступа на рынок direct market access (**DMA**).

Лондонская фондовая биржа (англ. London stock exchange, **LSE**) [2] – одна из крупнейших и старейших

бирж Европы и один из наиболее известных мировых рынков ценных бумаг. Официально основана в 1801 г., однако фактически ее история началась в 1570-м, когда королевский финансовый агент и советник Т. Грешэм построил Королевскую биржу на собственные деньги. Лондонская биржа является акционерным обществом, чьи акции на ней же и обращаются.

Рынок акций на лондонской бирже делится таким образом:

- основной (main, official), куда допускаются компании отвечающие требованиям Управления по финансовому регулированию и надзору Великобритании (англ. The financial conduct authority, **FCA**);
- альтернативный (англ. alternative investments market, **AIM**), с менее жесткими требованиями, предназначенный для молодых, по большей части инновационных компаний.

В 2001 г. на Лондонской фондовой бирже была открыта секция International order book (**IOB**). Данная площадка была предназначена для допуска к торгам акций и депозитарных расписок международных компаний. В настоящий момент на данной секции торгуется более 120 акций и депозитарных расписок компаний, инкорпорированных в 46 странах мира, включая Центральную и Восточную Европу, Азию и Средний Восток. Практически сразу после появления **IOB** на данной секции начали обращаться депозитарные расписки российских компаний. Появление **IOB** послужило новым шагом и толчком к развитию инфраструктуры российского фондового рынка, поскольку Лондонская фондовая биржа стала конкурировать за возможность инвестирования в акции российских компаний непосредственно с российскими торговыми площадками, которыми на тот момент являлись РТС и ММВБ. Основная причина выбора именно данной площадки в этой работе заключается в том, что большинство торгов на **LSE IOB** проходит с акциями российских компаний. В декабре 2013 г. суммарный объем торгов на **IOB** составил 19,7 млрд. долл. США, тогда как объем торгов депозитарными расписками российских компаний составил 17,2 млрд. долл. США.

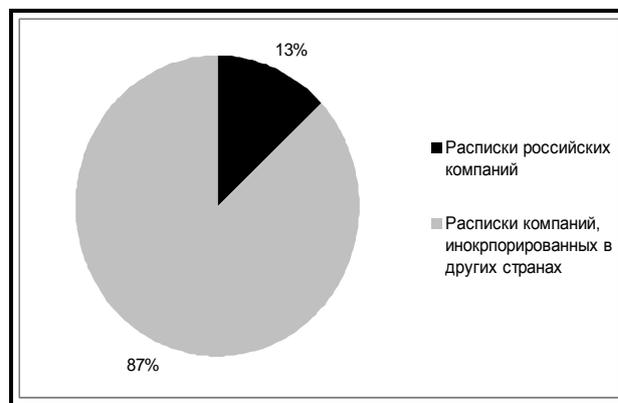


Рис. 1. Данные по торговым оборотам на LSE IOB за декабрь 2012-2013 гг. [1]

Вышеуказанные пропорции в объемах торгов сохраняются на протяжении нескольких последних лет. К примеру, в декабре 2012 г. общий объем торгов на **LSE IOB** составил 23,4 млрд. долл. США, из которых на долю расписок российских компаний пришлось 20,4 млрд. долл. США. Пример запуска новой секции группой **LSE** показывает возможность успешной реализации проектов с двойным листингом бумаг. Любопытный международный инвестор, который хотел стать акционе-

ром российской компании, ранее должен был преодолеть ряд препятствий при торговле акциями на локальных биржах. В качестве ключевых препятствий можно выделить:

- высокие брокерские комиссии по доступу на менее развитой российский рынок;
- валютный риск рубля по отношению к ключевым валютам, в которых проходят расчеты на мировых рынках;
- риск локального российского брокера, который будет исполнять поручения по покупке / продаже акций.

Как итог, не все международные инвесторы имели возможность доступа к торговле акциями российских компаний. Но с появлением депозитарных расписок, большой круг инвесторов получил шанс инвестировать в российские акции, избегая перечисленных выше затруднений. Среди ключевых преимуществ при торговле депозитарными расписками можно выделить следующие.

- Для эмитентов:
  - упрощение доступа к иностранным рынкам. Предоставление возможности расширения базы инвесторов и облегчения мобилизации капитала;
  - стимулирование повышения ликвидности акций, лежащих в основе депозитарной расписки;
  - помощь в увеличении популярности компании за пределами той страны, в которой ведется ее основная деятельность.
  - обеспечение доступа к международным рынкам, возможность привлечения достаточных сумм, которые невозможно мобилизовать на каком-либо одном рынке.
- Для инвесторов:
  - возможность покупки акций иностранных организаций;
  - упрощение заключения сделок и расчеты по иностранным акциям в сравнении с владением непосредственно такими акциями;
  - возможность торговли акциями, обладающими, как правило, такой же ликвидностью, как и лежащие в их основе акции.

Таким образом, двойной листинг бумаг и размещение депозитарных расписок в первую очередь служит инструментом для конечных инвесторов, заинтересованных в простом и удобном доступе к объекту инвестирования. Международные инвесторы, уже имеющие доступ к таким крупнейшим финансовым центрам, как Лондонская и Нью-Йоркская фондовая биржа, с легкостью могут включать в свои портфели акции и расписки, которые торгуются в привычной для них валюте и на тех же условиях, на которых обращаются акции таких компаний как McDonalds, Ford, BP, Vodafone [1].

Однако крупные фонды и институциональные инвесторы являются далеко не единственными выгодоприобретателями двойного листинга. Как только появляются условия для пространственного арбитража, при которых один и тот же инструмент торгуется на нескольких площадках, активизируются арбитражные трейдеры, пытающиеся заработать на возможных расхождениях в ценах данных бумаг.

До объединения бирж РТС и ММВБ ликвидность в российских бумагах была распределена между тремя площадками, включая две крупнейшие российские биржи и Лондонскую фондовую биржу. Так же часть расписок торговалась на Нью-Йоркской фондовой бирже. Однако чем больше мест заключения сделки с конкретной бумагой может выбрать инвестор, тем меньший объем торгов может быть сконцентрирован на одной бирже. Поскольку простые пространственные арбитражные стратегии в большинстве своем низкомаржинальные, их реализация имеет финансовый смысл только при больших объемах сделки. Но в случае с большим коли-

чеством площадок, емкость каждого конкретного рынка уменьшается из-за размытия ликвидности, что в итоге негативно сказывается на возможностях совершения арбитражных сделок.

С объединением ММВБ и РТС в декабре 2011 г., Московская биржа стала центром ценообразования по большинству российских бумаг. Помимо положительного влияния на российский фондовый рынок и на создание мирового финансового центра в Москве, данное событие так же благоприятно повлияло на развитие арбитражной торговли между Московской биржей и зарубежными площадками, консолидировав всю ликвидность в российских локальных бумагах на одной площадке.

Секцию **LSE IOB** можно назвать одним из наиболее успешных проектов по реализации арбитражных стратегий. Если рассматривать особенности пространственного арбитража между депозитарными расписками на **LSE IOB** и акциями на Московской бирже, то можно сделать вывод, что это наиболее удобный вариант для построения арбитражной стратегии по причине наличия ряда положительных факторов.

1. Большое количество инструментов с двойным листингом. В данный момент на Московской бирже и Лондонской фондовой бирже торгуется 36 инструментов, которые имеют либо двойной листинг, либо торгуются в виде депозитарных расписок. В основном данные инструменты торгуются в секторе **IOB**.
2. Высокая ликвидность инструментов. Если рассматривать наиболее ликвидные бумаги, то их ликвидность настолько велика, что позволяет в моменте совершать сделки объемом порядка 0,5-1 млн. долл. США, не сдвигая в моменте текущую рыночную цену более чем на половину процента от текущих уровней.
3. Совпадение в торговых часах. Часы работы двух бирж практически идеально совпадают по времени, что предоставляет арбитражным трейдерам реализовывать большее количество торговых стратегий, нежели на любой другой паре международных рынков. В настоящий момент из-за того, что в РФ отменен переход на зимнее время торговая сессия на Лондонской фондовой бирже заканчивается на час позже, чем на Московской бирже. Однако, учитывая тот факт, что в 2014 г. вновь планируется организовать переход на зимнее время, торговые сессии двух бирж должны быть полностью синхронизированы по времени.
4. Удобство доступа и налаженная инфраструктура. В настоящий момент большинство российский и западных брокеров предоставляет доступ как к Московской, так и к Лондонской биржам. Современные технологии торговли и подключения позволяют перейти от ручной подачи приказов и исполнения сделок к автоматизированным торговым системам, которые запрограммированы под реализацию определенных стратегий. Поскольку пространственный арбитраж между Москвой и Лондоном стал крайне популярным, довольно большое число трейдеров вовлечено в реализацию своих арбитражных стратегий. В связи с этим, для любого арбитражного трейдера крайне важна скорость подключения к бирже и возможность послать свой приказ быстрее ближайшего конкурента. Только при минимальной задержке в реагировании на отклонения цен по одному активу на разных площадках, у трейдера есть возможность заключить прибыльную сделку. Благодаря современным технологиям, брокеры готовы предложить максимально быстрый канал подключения торговых систем трейдера к обеим биржам, при котором скорость выставления заявок измеряется в микросекундах.
5. Низкие операционные издержки. В последние несколько лет, благодаря современным технологиям, брокерские услуги приобрели характер сервиса, которым можно пользоваться, не прилагая каких-либо чрезмерных усилий. Наподобие подключения к телекоммуникационному провайдеру, у любого клиента есть возможность выбрать

брокера и подключить электронный терминал доступа к торгам. Как правило, основные издержки при торговле на бирже кроются в брокерской комиссии, но поскольку российский локальный, да и мировой рынок перенасыщен брокерами, между которыми идет конкурентная борьба за привлечение клиентов, включая демпинг. Благодаря этому, за последние пару десятков лет брокерская комиссия снизилась с пары процентов от суммы сделки до нескольких базисных пунктов. Поскольку арбитражная торговля предполагает совершение сделок с высокой частотой и в относительно больших объемах, как правило, арбитражные трейдеры получают индивидуальные, льготные, условия при обсуждении комиссионного вознаграждения. Помимо брокерской комиссии, у арбитражера существует ряд других издержек.

- Комиссия за использование маржинального кредитования: поскольку арбитражная стратегия по торговле расписками на российские бумаги и локальные акции подразумевает одновременное совершение сделок купли и продажи бумаг, трейдеру необходимо заимствовать для продажи те бумаги, которых у него в данный момент нет в наличии. Для этого брокер готов выдавать клиенту заем, либо одалживая собственные бумаги, либо занимая на межброкерском рынке. Поскольку арбитражные трейдеры часто пользуются услугами маржинального кредитования, данная услуга предоставляется им по льготным ставкам относительно общерыночных клиентских тарифов.
- Комиссия за конвертацию и канцелярию депозитарных расписок: данная комиссия фиксируется банком-эмитентом депозитарных расписок и агентами, которые обслуживают операции конвертации / канцелярии. Тариф фиксирован и составляет приблизительно одинаковую величину для всех категорий клиентов. Тариф состоит из фиксированной платы за одну операцию, а так же отдельной платы за каждую конвертируемую акцию или расписку. Соответственно, финансовая целесообразность данной операции будет проявляться только при достаточном объеме сделки, при котором фиксированная часть комиссии не будет являться значимой в сумме сделки.
- Прочие операционные издержки: в перечень данных издержек может входить комиссия за ведение счета, оплату технического подключения к бирже и получение рыночной информации, ввод/вывод средств со счета и прочее. Данные расходы могут быть оптимизированы при правильном выборе брокера и способа технологического подключения.

Таблица 1

#### ЧАСЫ РАБОТЫ LSE IOB И МОСКОВСКОЙ БИРЖИ

Биржа	Зимнее время		Летнее время	
	Открытие	Закрытие	Открытие	Закрытие
London Stock Exchange, IOB	12:15	19:45	11:15	18:45
Московская Биржа	10:00	18:49	10:00	18:49

Проанализировав все критерии, приведенные в данном параграфе, можно сделать вывод о том, что секция IOB Лондонской фондовой биржи на данный момент является оптимальным вариантом при выборе площадки для реализации стратегии пространственного арбитража (табл. 1). Безусловно, данный факт не остается незамеченным для большинства арбитражных трейдеров, что приводит к мощной конкуренции между ними при реализации своих стратегий, что в конечном итоге сказывается на уменьшении количества рыночной неэффективности и более сложному подходу к извлечению прибыли из арбитража при торговле акциями российских компаний. Однако потенциал данного рынка все еще сохраняется за счет возможностей по оптимизации издержек и снятию некоторых регуляторных ограничений, которые будут рассмотрены позже в данной работе.

#### Анализ акций российских компаний, котирующихся на Московской бирже и имеющих в обращении депозитарные расписки, прошедшие листинг в секции IOB Лондонской фондовой биржи

С момента запуска IOB данная секция стала не только крупнейшей площадкой за пределами Российской Федерации, где существует возможность приобрести акции российских эмитентов, но так же стала одним из наиболее ликвидных сегментов Лондонской фондовой биржи, который генерирует существенные обороты и комиссионный доход, сопоставимый с торговлей на остальных секциях биржи. В секции IOB торгуются акции и расписки компаний, инкорпорированных в более чем 46 странах мира, однако 87% торгового оборота проходит в расписках на акции российских компаний. Таким образом, можно заключить, что акции российских эмитентов – это ключевые фишки в данной секции (табл. 2).

Таблица 2

#### ДАнные ПО ТОРГОВЫМ ОБОРОТАМ НА LSE IOB ЗА ДЕКАБРЬ 2013 г. [1].

Рейтинг	Бумага	Страна инкор порации	Объем торгов в USD
1	ОАО GAZPROM	Russian Federation	3 196 984 134
2	SBERBANK OF RUSSIA	Russian Federation	2 461 185 669
3	LUKOIL (ОАО)	Russian Federation	2 452 504 169
4	OJSC OC ROSNEFT	Russian Federation	1 451 192 334
5	MMC NORILSK NICKEL	Russian Federation	1 415 391 830
6	JSC VTB BANK	Russian Federation	1 394 973 310
7	ОАО NOVATEK	Russian Federation	1 023 135 403
8	OJSC MAGNIT	Russian Federation	1 011 674 821
9	JSC URALKALI	Russian Federation	789 761 173
10	SAMSUNG ELECTRONICS CO LD	South Korea	712 503 463
11	SISTEMA JSFC	Russian Federation	398 863 561
12	ОАО TATNEFT	Russian Federation	321 616 831
13	MAIL.RU GROUP LD	British Virgin Islands	311 268 953
14	OJSC MEGAFON	Russian Federation	294 552 478
15	SURGUTNEFTEGAZ	Russian Federation	253 366 162
16	ОАО SEVERSTAL	Russian Federation	182 991 353
17	TCS GROUP HOLDING PLC	Cyprus	172 116 797
18	X5 RETAIL GROUP N.V	Netherlands	140 863 683
19	EURASIA DRILLING COMPANY LD	Cayman Islands	132 067 442
20	LARSEN & TOUBRO	India	127 899 919
Общий объем торгов			19 768 169 163

Из двадцати наиболее ликвидных инструментов, торгуемых на IOB, 14 компаний были инкорпорированы на территории РФ, при этом четыре компании, инкорпорированные за пределами РФ, по сути осуществляют свою основную деятельность на территории РФ, как, например, ТКБ Банк или MAIL.RU.

В качестве сравнения показателей ликвидности можно рассмотреть список из десяти наиболее ликвидных бумаг, торгуемых в основном секторе Лондонской фондовой биржи. Данный список показывает, что в декабре 2013 г. в случае составления совместного рейтинга по оборотам торгов на секции IOB и Main Market депозитарные расписки на акции «Газпрома» смогли бы попасть в рейтинг наиболее ликвидных бумаг, торгующихся на Лондонской фондовой бирже и занять в нем 6-е место, обогнав по оборотам акции таких компаний, как Barclays и Royal Dutch Shell. Сложно оценить долю в торговом обороте, которая

относится непосредственно к сделкам, заключенным в рамках арбитражных стратегий, но, безусловно, можно утверждать, что арбитражная активность занимает существенную долю в совокупном обороте торгов депозитарными расписками российских компаний (табл. 3).

Таблица 3

**ДАННЫЕ ПО ТОРГОВЫМ ОБОРОТАМ НА LSE MAIN MARKET ЗА ДЕКАБРЬ 2013 г. [1]**

Рейтинг	Бумага	Объем торгов в GBP	Объем торгов в USD
1	VODAFONE GROUP	2 901 445 605	4 756 468 205
2	HSBC HLDGS	2 781 192 885	4 559 332 598
3	BHP BILLITON	2 234 792 421	3 663 594 132
4	BP	2 162 187 627	3 544 569 880
5	RIO TINTO	2 047 093 274	3 355 890 613
6	BARCLAYS PLC	1 821 690 772	2 986 378 315
7	ROYAL DUTCH SHELL B	1 675 452 920	2 746 644 131
8	ASTRAZENECA PLC	1 662 805 261	2 725 910 263
9	GLAXOSMITHKLINE	1 608 516 303	2 636 911 973
10	ROYAL DUTCH SHELL A	1 506 507 813	2 469 684 939

Для определения оптимального списка бумаг с целью построения стратегии пространственного арбитража между Московской биржей и Лондонской фондовой биржей необходимо проанализировать показатели ликвидности акций компаний. Поскольку арбитражные операции требуют большой емкости рынка, предлагается проанализировать десять наиболее ликвидных инструментов, которые сравнительно одинаково ликвидны как на Московской, так и на Лондонской бирже. Бумаги были отобраны, исходя из соображений ликвидности, и не учитывают фактор открытой или закрытой программы по конвертации локальных акций в депозитарные расписки, которая регулируется Центральным банком РФ (табл. 4).

Таблица 4

**ДАННЫЕ ПО ОБЪЕМУ ТОРГОВ НА МОСКОВСКОЙ БИРЖЕ ПО НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ С ДВОЙНЫМ ЛИСТИНГОМ, ИЮЛЬ 2013-ДЕКАБРЬ 2013 гг. [1]**

Эмитент	ISIN код инструмента	Среднедневной оборот в RUB	Среднедневной оборот в USD
Sberbank	RU0009029540	7 804 140 298	235 906 263
Gazprom	RU0007661625	6 182 712 617	186 893 184
Lukoil	RU0009024277	1 987 469 348	60 077 914
Rosneft	RU000A0J2Q06	1 605 192 606	48 522 319
MMC Norilsk Nickel	RU0007288411	1 602 081 376	48 428 272
VTB	RU000A0JP5V6	1 864 058 775	56 347 416
Uralkalii	RU0007661302	1 136 104 755	34 342 569
Magnit	RU000A0JKQU8	713 751 680	21 575 534
Novatek	RU000A0DKVS5	447 571 692	13 529 353
Surgutneftegaz	RU0008926258	626 710 289	18 944 416

На представленных в табл. 4 данных видно, что обороты в наиболее ликвидных бумагах в день за последние шесть месяцев предоставляют достаточный объем ликвидности для реализации стратегий подразумевающих открытие позиции на несколько сотен тысяч долларов. Для сопоставления ниже приведены данные по оборотам в депозитарных расписках данных инструментов на секции IOB Лондонской фондовой биржи, а также данные по количеству акций, входящих в одну депозитарную расписку.

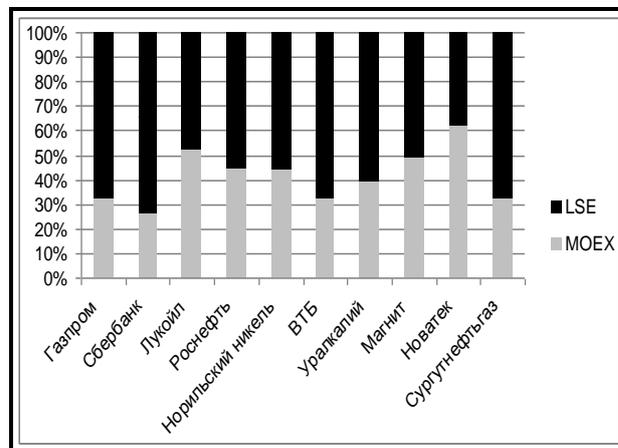
Объемы торговли на двух площадках сопоставимы, при этом необходимо иметь в виду, что по менее лик-

видным бумагам вероятность появления расхождения в рыночном спреде более велика, чем по бумагам с высокой ликвидностью. Соответственно при построении арбитражной стратегии необходимо делать выборку из бумаг с разными характеристиками ликвидности для того чтобы иметь возможность чередовать совершение частых сделок с инструментами, имеющими узкие спреды, с инструментами, в которых возникают большие расхождения, но объем ликвидности в них не позволяет совершать сделки с высокой частотой. Предложенная выборка из десяти бумаг дает возможность для достаточной диверсификации стратегии, что при прочих равных должно сказаться на положительных результатах построения стратегии пространственного арбитража (табл. 5).

Таблица 5

**ДАННЫЕ ПО ОБЪЕМУ ТОРГОВ НА LSE IOB ПО НАИБОЛЕЕ ЛИКВИДНЫМ ИНСТРУМЕНТАМ С ДВОЙНЫМ ЛИСТИНГОМ, ИЮЛЬ 2013-ДЕКАБРЬ 2013 гг. [1]**

Эмитент	ISIN код инструмента	Кол-во акций в одной ДР	Среднедневной оборот в USD
Sberbank	US80585Y3080	4	149 628 085
Gazprom	US3682872078	2	189 732 033
Lukoil	US6778621044	1	126 265 934
Rosneft	US67812M2070	1	66 072 073
MMC Norilsk Nickel	US46626D1081	0,1	61 550 890
VTB	US46630Q2021	2000	42 103 519
Uralkalii	US91688E2063	5	56 596 080
Magnit	US55953Q2021	0,2	49 512 381
Novatek	US6698881090	10	48 235 396
Surgutneftegaz	US8688612048	10	12 751 366



**Рис. 2. Распределение оборотов в наиболее ликвидных инструментах с двойным листингом на Московской бирже и Лондонской фондовой бирже за декабрь 2013 г.**

Данные, представленные на рис. 2, отображают динамику распределения объемов торгов на **LSE IOB** и Московской бирже в разрезе за август 2013 г. и декабрь 2013 г. При этом по всем бумагам, которые участвовали в анализе, можно наблюдать смещение ликвидности в пользу Московской биржи. Одним из факторов, повлиявших на данное изменение, стал запуск новой модели расчетов по сделкам, заключенным с акциями на Московской бирже: со 2 сентября 2013 г.

расчеты по всем сделкам, прошедшим в основном режиме торгов, проходят на второй день (T + 2) после заключения сделки, вместо существовавшей на протяжении многих лет модели расчета в день заключения сделки T + 0.

Благодаря данному изменению доля Московской биржи в совокупном обороте по тридцати шести бумагам, торгующимся на Московской бирже и имеющим депозитарные расписки на Лондонской фондовой бирже, с начала 2013 г. выросла с 52 до 63%.

### Литература

1. Блумберг [Электронный ресурс] : официальный сайт информационно-аналитического агентства. Режим доступа: <http://bloomberg.com>.
2. Лондонская фондовая биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://londonstockexchange.com>.
3. Московская биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. Режим доступа: <http://moex.com>.

### Ключевые слова

Производные ценные бумаги; стратегия арбитражного ценообразования; лондонская фондовая биржа.

*Федорова Елена Анатольевна*

*Гиленко Евгений Валерьевич*

### РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность темы обеспечена концептуальным содержанием исследования, в рамках которого анализируются важнейшие аспекты взаимосвязи рынков акций и депозитарных расписок на примере Московской и Лондонской фондовой биржи. Изначально возможность котирования идентичных инструментов на нескольких площадках одновременно была предназначена для расширения возможностей доступа, но на следующем этапе был раскрыт потенциал создания отдельных торговых стратегий, направленных на извлечение прибыли из неэффективностей рынка при оценке активов. В настоящее время крупнейшие мировые инвестиционные дома и хедж фонды вовлечены в процесс поиска и реализации арбитражных стратегий на всех мировых рынках.

Научная новизна и практическая значимость. В данной работе был представлен подробный анализ существующих возможностей построения модели пространственного арбитража при торговле акциями российских эмитентов на Московской бирже и депозитарными расписками, торгуемыми на Лондонской фондовой бирже. Несмотря на то, что данная модель является одной из наиболее распространенных форм арбитража, она все еще обладает достаточным потенциалом для извлечения существенной прибыли из возникающих рыночных неэффективностей.

Заключение: рецензируемая статья отвечает требованиям, предъявляемым к научным публикациям, и может быть рекомендована к опубликованию.

*Лукаевич И.Я., д.э.н., зав. кафедрой «Финансовый менеджмент» Финансового университета при Правительстве РФ*

[Перейти на Главное МЕНЮ](#)  
[Вернуться к СОДЕРЖАНИЮ](#)