

Возрождение внутридневной торговли

Искусство спекулятивной игры в той или иной форме существовало всегда. Когда речь заходит о спекуляциях на рынке, можно быть уверенным, что, во-первых, всегда найдутся желающие сыграть, а во-вторых, что история снова повторится. Конечно, предмет, правила и технология игры могут изменяться. Но то, что произошло однажды, обязательно случится вновь. Что бы ни было предметом спекулятивной игры — луковицы тюльпанов, драгоценные металлы, акции взаимных фондов, лотерейные билеты, результаты футбольных матчей или дешевые акции, — люди остаются людьми. Неосведомленность, жадность, страх и надежда определяют человеческие реакции, а следовательно, и то, как изменяются цены и конъюнктура рынков. Что только не становилось предметом игры! Спекулятивная игра на котировках ценных бумаг обеспечивает ликвидность в сочетании с законностью и целеустремленностью в течение последних ста лет, и ситуация наверняка не изменится в обозримом будущем. Игра на фондовой бирже, позиционный трейдинг, инвестирование стали важной и активно развивающейся частью нашей экономики и нашей жизни. Позиционный трейдинг — это лишь другое название спекулятивной игры, а инвестирование — не что иное, как спекуляции на рынке. Правда, инвестирование предположительно охватывает более длительный период и по некоторым причинам сопряжено с меньшим риском. Игроки играют, трейдеры торгуют, а

инвесторы инвестируют для того, чтобы делать деньги. Трейдеры покупают ценные бумаги или другие объекты спекуляции потому, что ожидают повышения цен на них.

При нескольких важных отличиях спекулятивная игра на бирже похожа на азартную игру. Первое отличие в том, что прибыль, которую получают успешные игроки от спекуляций на бирже, воспринимают (иногда обоснованно) как результат мастерства игроков или какого-то невидимого преимущества, а процветание лиц, профессионально играющих в азартные игры, приписывают случаю или везению. Второе отличие состоит в том, что азартные игры почти всегда были вне закона, в то время как спекулятивные биржевые действия играют существенную роль на наших рынках и, следовательно, в нашей экономике. Это важное обстоятельство делает спекулятивную игру на бирже общественно приемлемым занятием в отличие от азартной игры. Идет ли речь об игроке в карты, о трейдере или о биржевом спекулянте, людей привлекает одно и то же: возможность быстро получить большие деньги. Несказанная радость немедленного выигрыша делает эти игры такими притягательными, а труднообъяснимую, но огромную потребность в игре — столь опьяняющей. Внутридневная торговля кажется обманчиво легкой. В действительности это бесконечный вызов — игра, дающая возможность своим умом зарабатывать на жизнь и даже процветать. Дневной трейдинг на фондовом рынке создает наибольшие возможности для спекулятивной игры.

Как я стал заниматься дневным трейдингом

Марк Фридфертиг

Будучи в течение года членом и маркет-мейкером Нью-Йоркской фьючерсной биржи (NYSE) и восемь лет — Американской фондовой биржи (AMEX), я предполагал, что разные

рынки имеют нечто общее. Саморегулирующиеся организации * понимали, как важно обеспечить справедливость на рынках и упорядочить их. Они осознавали, что справедливые и упорядоченные рынки вызывают доверие инвесторов, что в свою очередь приводит к увеличению объема капитала, отчего и наполняются карманы членов этих организаций. Члены саморегулирующихся организаций дорожили своей репутацией и знали, что только справедливые и упорядоченные рынки могут способствовать ее укреплению. На Американской фондовой бирже, где я работал маркет-мейкером опционов, наши котировки всегда были конкурентоспособными, по крайней мере для 10 контрактов (эквивалентных 1000 акций). Иногда мы осуществляли сделки вопреки собственному трезвому расчету. Случалось, чтобы защитить репутацию наших рынков, мы делали даже больше, чем были должны.

Как трейдер опционов, я торговал опционами и по акциям, котируемым на бирже, и по акциям NASDAQ **, часто полагаясь на рыночную ситуацию, сложившуюся вокруг соответствующих акций, чтобы определить цены и провести хеджирование своих сделок по опционам. Обычно доступ к акциям Нью-Йоркской фондовой биржи, которые всегда продавались по той или иной цене, был несложным. Я мог получать доступ к этому рынку через систему DOT *** своей клиринговой фирмы или через брокера, работающего на торговой площадке, и в обоих случаях мои заказы, как правило, точно исполнялись. Доступ к акциям NASDAQ открывался через Instinet или посредством телефонного звонка маркет-мей-

* Под саморегулирующейся организацией автор понимает Национальную ассоциацию фондовых дилеров (National Association of Securities Dealers — NASD), которая управляет работой брокерской индустрии США. Членами NASD являются брокерские дома. — *Примеч. науч. ред.*

** Электронная торговая система (сеть) Национальной ассоциации дилеров, торгующих ценными бумагами. — *Примеч. переводчика.*

*** DOT — электронная система передачи заказов специалисту Нью-Йоркской фондовой биржи. — *Примеч. науч. ред.*

керу. Я обнаружил, что ликвидность рынка NASDAQ была значительно ниже ликвидности акций, котирующихся на бирже. Попытки приобрести акции через Instinet по разумной цене порой оказывались безрезультатными. Часто не давали эффекта и телефонные звонки маркет-мейкерам. Маркет-мейкеры обычно отказывались заключать со мной (профессионалом) торговые сделки по любой цене, ссылаясь на поступивший перед моим поручением заказ через SOES. Это лишь подогрело мой интерес к единственному, как мне казалось, способу осуществлять сделки с акциями NASDAQ, котировки которых столь изменчивы. На следующий год я бросил перспективную карьеру маркет-мейкера опционов, чтобы стать трейдером, занимающимся дневной электронной торговлей в режиме реального времени. Используя электронную систему, я мог мгновенно заключать сделки по акциям, котировки которых быстро изменяются, что необходимо для получения прибылей на столь же изменчивых современных рынках.

Почему дневные трейдеры играют важную роль в нашей экономике?

Трейдеры, занимающиеся внутридневной торговлей, позволяют рынку определить цену компаний, которые составляют неизменную и весьма важную часть нашей жизни. Мы знаем эти компании, поскольку их деятельность так или иначе затрагивает всех нас. Эти компании строят наши дома, производят продукты питания, одежду и автомобили. Они транслируют телевизионные шоу-программы, которые мы смотрим, и радиопрограммы, которые мы слушаем. Они дают работу нашим друзьям и родным. Являясь неотъемлемой частью экономического цикла, эти компании испытывают потребность в капитале для создания новых продуктов, которые повысят уровень нашей жизни в будущем.

Фондовый рынок позволяет трейдерам, торгующим «внутри дня», определять цену этих компаний ежесекундно в течение торгового дня. Осуществляя активную торговлю, дневные трейдеры обеспечивают ликвидность, являющуюся краеугольным камнем наших рынков. Без ликвидности компании не могли бы привлекать капитал, необходимый для производства нужных нам товаров и услуг. Именно этот капитал позволяет компаниям развиваться и процветать в нашей экономике. И именно дневной трейдер играет основную роль в создании рынков, позволяющих нашей экономике развиваться.

Трейдеры, занимающиеся внутридневной торговлей, придают рынкам значительную глубину и ликвидность. Ликвидность позволяет любому частному лицу или организации быстро продать свои ценные бумаги по сбалансированной цене, что является прямым следствием труда большого количества дневных трейдеров, обеспечивающих активность рынка. **Ликвидность означает не просто быструю оборачиваемость; она означает быструю оборачиваемость по сбалансированной, справедливой цене.** Любой человек может в мгновение ока продать «роллс-ройс» на улице за один доллар, но эта сумма не является сбалансированной ценой такого автомобиля, и поэтому такая сделка не формирует реальную ликвидность. Сходным образом недвижимость можно продавать в течение многих лет, вкладывая в нее огромные деньги, прежде чем появятся покупатели, которые захотят заплатить за нее сбалансированную цену. С другой стороны, фондовый рынок позволяет дневным трейдерам оценивать финансовые инструменты и, что гораздо важнее, дает возможность инвесторам и трейдерам с достаточной эффективностью открывать и закрывать позиции по имеющимся у них акциям. Экономические функции рынка в сочетании с беспрецедентной ликвидностью и огромным множеством постоянно возникающих новых возможностей делают фондовый рынок инструментом, создающим безграничные перспективы для спекулятивной игры.

Почему сегодня внутридневная торговля столь популярна на Уолл-стрит

Хотя люди торговали ценными бумагами в течение сотен лет, последние изменения в правилах инвестиционно-брокерской индустрии* и технологические достижения делают настоящее время наилучшим для занятий дневной торговлей. Сегодня каждый человек, находящийся в любом месте и обладающий минимальным стартовым капиталом, может легко и недорого приобретать и продавать акции. Последние изменения в правилах уравнивали возможности игроков, в то время как технологические достижения позволяют им продавать и покупать ценные бумаги мгновенно, не выходя из дома, при помощи персонального компьютера. Изменения правил, технологические достижения, низкие размеры комиссионных и глобализация рынков — в совокупности все эти факторы свидетельствуют о том, что сегодняшний день является лучшим моментом в истории дневных сделок, удивительно напоминающим начало XX в.

Букмекерские биржевые конторы

Биржевые букмекерские конторы в большом количестве появились в городах США начиная со второй половины XIX в. Своего пика их деятельность достигла в период стремительного роста курсов ценных бумаг в 1920-х гг. По существу, эти фирмы являлись брокерскими компаниями, не имевшими лицензий или не поддерживавшими настоящих отношений с фондовой биржей. Эти фирмы, торгующие ценными бумагами, были площадками, где спекулянты или игроки могли купить или продать акции, а в некоторых случаях и товары, и просто поиграть на движении цен. Любой, кто вложил необхо-

* Правила и нормативы индустрии назначают и контролируют Комиссия по ценным бумагам (SEC) и Национальная ассоциация фондовых дилеров (NASD). — *Примеч. науч. ред.*

димую маржу*, мог приобрести или продать неограниченное количество ценных бумаг или товаров безотносительно к намерениям или возможностям выполнить свои обязательства¹.

Маржа обычно представляла собой небольшую часть настоящей стоимости. Букмекерские конторы были по многим причинам более привлекательны для масс, чем настоящие брокерские фирмы. Они были удобнее расположены, даже с малыми суммами позволяли вести торговлю небольшими лотами и взимали разумные комиссионные. Они в равной степени привлекали и работавших с нестандартными малыми лотами, и тех, кто искал развлечения и острых ощущений. Подобные фирмы для среднего человека не отличались от настоящих бирж, они воплощали активность².

Различие между биржевыми букмекерскими конторами и фондовыми биржами в начале XX в. подобно различию между действиями букмекеров и официальных представителей ипподрома на скачках в наши дни. Букмекеры более удобны и предлагают широкое поле для деятельности. Во многих отношениях букмекерские конторы похожи на современные трейдинговые компании, которые процветают по всей стране. Однако термин «биржевая букмекерская контора» имеет негативный подтекст, поскольку его обычно используют для описания фирм, работающих без лицензии, а порой и осуществляющих незаконные операции!³

Современные фирмы, занимающиеся дневным трейдингом, обычно имеют лицензию и обязательно ведут свою деятельность через фондовую биржу или через NASDAQ. Есть много причин, привлекающих людей к таким фирмам, но наиболее важные из них две: первая — немедленное исполнение заказов, вторая — невысокие комиссионные. И то и

* *Маржа* — минимальная сумма денег для покупки в кредит. — *Примеч. науч. ред.*

¹ См.: *Эдвин Лефевр*. Воспоминания биржевого спекулянта. М.: Олимп-Бизнес, 1999.

² *Fabian Ann.* Card Shops, Dream Books and Bucket Shops-Gambling in the 19th Century. Ithaca; New York: Cornell University Press, p. 189.

³ *Fabian Ann.* Card Shops, Dream Books..., p. 191.

другое стало невозможным в результате исчезновения букмекерских контор после краха фондового рынка в 1929 г. и вновь воскресло с появлением современных фирм, законно занимающихся дневной торговлей.

В начале XX в. один клерк записывал коды и котировки акций мелом на доске котировок, а другой считывал информацию с тикера (аппарата, автоматически печатающего на ленте последние сообщения с биржи). Клиенты могли мгновенно покупать и продавать ценные бумаги по указанной цене, часто уплачивая очень низкую маржу из расчета один доллар за одну акцию компании. Именно эти два обстоятельства и привели к обогащению знаменитого трейдера Ливингстона, описанного в «Воспоминаниях биржевого спекулянта». Ливингстон не мог действовать через легальные брокерские фирмы, осуществлявшие свои сделки через биржу, по той простой причине, что он не знал цену исполнения до тех пор, пока не совершалась сделка (что занимало от 3 до 15 минут в зависимости от рынка). Методы же выполнения сделок биржевыми букмекерскими конторами позволяли ему действовать молниеносно. «Я зарабатывал, потому что мог реагировать мгновенно. Буквально за секунду я принимал решение — оставить ли удачные акции и выиграть побольше или сбить с рук и сократить потери»⁴. Исполнение сделок в легальных брокерских фирмах было куда более медленным. Решения Ливингстона основывались непосредственно на чтении сообщений, снятых с тикера. Однако тикер обычно отставал от рынка, и поэтому покупки через реальные брокерские фирмы осуществлялись брокерами на площадке фондовой биржи спустя несколько минут после принятого решения. Экономические и рыночные условия, новые правила и положения привели к отмиранию букмекерских контор как атавизмов прошлой эры развития.

Современные технологии и невысокие комиссионные сегодня позволяют трейдеру, занимающемуся внутридневной торговлей, добиваться при небольших расходах мгновенного

⁴ *Эдвин Лефевр. Воспоминания биржевого спекулянта...*, с. 43.

исполнения законных сделок, которые осуществляются на одной из основных бирж. На протяжении значительной части XX в. дневной трейдинг был очень сложной профессией. Затем, в 70-х гг., была заложена определенная основа этой деятельности, а сегодня, четверть века спустя, когда мы пишем эту книгу, технологии электронной внутридневной торговли, которая ныне стала наиболее привлекательной игрой на Уолл-стрит, продолжают развиваться.

Электронная торговля

5 февраля 1971 г. появилась электронная торговая система NASDAQ. Она стала рынком, позволяющим покупать и продавать акции через компьютеры, подключенные к электронной сети. Это рынок, на котором маркет-мейкеры в электронном варианте выставляют свои наилучшие предложения на покупку (бид) и продажу (офер) * и где возможно моментальное исполнение заказов через рабочие станции уровня 2 NASDAQ. С января 1997 г. эта система стала рынком для клиентов, выставляющих на NASDAQ предложения на продажу и покупку через своих брокеров или через ЭКС (электронные коммуникационные сети). ЭКС позволяют клиентам демонстрировать свои собственные заказы другим клиентам по всему миру и таким образом заключать сделки или торговать друг с другом. Это обеспечило беспрецедентную ликвидность. В настоящее время NASDAQ является третьим по величине фондовым рынком в мире, уступая лишь Нью-Йоркской фондовой бирже и японскому фондовому рынку **. Еще важнее то, что эти факторы сделали рынок NASDAQ наиболее быстро развивающимся за последние 20 лет.

* *Бид* (калька с англ. *bid*) — заказ на покупку, *офер* (калька с англ. *offer*) — заказ на продажу. — *Примеч. науч. ред.*

** На середину 1999 г. объемы ежедневных сделок на NASDAQ превосходили аналогичные объемы на Нью-Йоркской фондовой бирже и в Японии. Таким образом, мы становимся свидетелями того, что пророчество авторов о тренде развития NASDAQ сбывается. — *Примеч. науч. ред.*

NASDAQ предлагает три уровня обслуживания. Уровень 1 NASDAQ отражает главным образом внутренний рынок, а именно наивысшие предлагаемые цены покупки и наименьшие предлагаемые цены продажи, которые образуют наилучшую текущую рыночную цену (также называемую котировкой). **Уровень 2 NASDAQ показывает подробные котировки, включающие список реальных маркет-мейкеров или фирм, а также биды и оферы ЭКС, которые формируют этот внутренний рынок. (Примечание. ЭКС и маркет-мейкеры могут действовать как агенты и выставять лимит-ордера клиентов *.) Он также позволяет осуществлять ввод заказов SOES и SelectNet.** И наконец, уровень 3 NASDAQ обеспечивает все вышеперечисленные операции и, кроме того, через него маркет-мейкеры могут выставять свои биды и оферы. Таким образом, NASDAQ был первым совершенно необходимым шагом к превращению электронного трейдинга в жизнеспособную профессию⁵.

Майский день

В странах, где существует коммунистический режим, Майский день отмечают как Праздник труда. Но на Уолл-стрит Майский праздник вошел в историю как день, когда были снижены комиссионные. Это великое событие произошло 1 мая 1975 г. **. Майский день на Уолл-стрит положил конец 183-летней исторической традиции⁶. На протяжении большей части истории на американском фондовом рынке дей-

* Заказы на покупку или продажу по определенным или более выгодным ценам. — *Примеч. переводчика.*

⁵ Nuscluiif—The Stock Market of Tomorrow—Today—The Nasdaq Handbook / Ed. Charles Allmon. New York: Probus Publishing, p. 44.

** Этот день был прозван брокерами Mayday — по названию международного радиосигнала, передающегося терпящими бедствие судами и самолетами (от франц. *m'aider*, «на помощь»). — *Примеч. ред.*

⁶ The New York Stock Exchange—The First 200 Years / Ed. James E. Buck. Essex, Conn.: Greenwich Publishing Groups, p. 204—205.

ствовал принцип фиксированных комиссионных. Брокерские компании, являвшиеся членами фондовых бирж, обязаны были взимать со своих клиентов как минимум определенную комиссию за каждую сделку. Причем величина минимальной комиссии зависела от размера лота и суммы сделки в долларах. Комиссионные за сделку с 1000 акций обычно составляли сотни долларов (расценки менялись в зависимости от объема и цены сделок). Чрезмерная дороговизна сделок значительно затрудняла дневной трейдинг.

Майский день, введенный Комиссией по ценным бумагам и биржам (SEC), был кульминацией продолжавшегося пять лет отступления от правила фиксированных комиссионных и свидетельствовал о наступлении новой эры. Как и при любых значительных изменениях существующей системы, многие из наиболее уважаемых людей на Уолл-стрит делали ужасные предсказания, полагая, что Майский день подорвет саму структуру брокерской индустрии. Они говорили, что брокерские фирмы потерпят крах, а цена за место (членство) на биржах обрушится.

После Майского дня перемены начались немедленно. Некоторые фирмы конкурировали между собой, предлагая полное брокерское обслуживание, которое включало исследования и другие услуги, и постепенно снижали цены. Но более молодые фирмы, «брокеры с пониженной комиссией», соревновались непосредственно на основе величины комиссии. Окончательная цена, взимаемая за исполнение сделки, немедленно упала и продолжала снижаться, превращая комиссионные в незначительный фактор торговли. Сегодня некоторые брокерские фирмы готовы осуществлять сделки практически бесплатно. Одна брокерская фирма рекламирует комиссионные, равные 9,95 дол. за сделку объемом до 5000 акций, тогда как другая предлагала осуществление неограниченного числа сделок за фиксированную годовую плату.

Несмотря на столь существенные скидки, прибыли брокерских фирм возросли. Как это стало возможным? Во-первых, в сотни раз увеличился объем сделок. В 70-х гг. на

Нью-Йоркской бирже ежедневно продавалось 5 млн акций. Сегодня нормой стал объем 500 млн акций за день. Теперь множество сделок совершается крупными лотами. Их осуществить легче и дешевле, чем много небольших заказов. В 70-е гг. заказы на бирже обычно выполняли в несколько этапов. Вы звонили вашему брокеру, ваш брокер звонил в торговый офис, торговый офис обращался к клерку на торговой площадке фондовой биржи, клерк передавал распоряжение брокеру, работавшему на торговой площадке, а тот в свою очередь другому брокеру или специалисту, который исполнял заказ; затем процесс шел в обратном направлении. Эти этапы обычно занимали несколько минут, стоили очень дорого и были чреваты богатыми возможностями для столь же дорогостоящих ошибок.

Сегодня только некоторые заказы выполняют в прежнем порядке. Большинство заказов на фондовой бирже в настоящее время осуществляются всего в несколько этапов. Клиент звонит брокеру, брокер отдает заказ клерку, который тут же вводит заказ в терминал системы DOT⁷, система DOT передает заказ по линиям электронной связи специалисту, непосредственно выполняющему заказ, а затем отправляющему его обратно клерку, который сообщает об этом брокеру, а тот в свою очередь клиенту. Все это обычно занимает не более минуты. Многоступенчатый процесс сократился до нескольких простых этапов.

Увеличение объемов торгуемых акций наряду с уменьшением расходов брокера на выполнение каждой сделки дало возможность брокерским конторам зарабатывать больше денег, чем когда-либо ранее. Кроме того, быстрое снижение комиссионных, несомненно, сыграло главную роль в том, что дневная торговля стала жизнеспособной профессией для лица, не являющегося членом биржи. Это, в свою очередь, увеличило торговые объемы, которые помогли снизить стоимость исполнения.

⁷ The New York Stock..., p. 209.

Правила Комиссии по ценным бумагам были выгодны и маркет-мейкерам, и трейдерам

Торговую систему NASDAQ использовали главным образом для формирования рынка посредством демонстрации конкурирующих бидов и оферов (котировок). Исторически сложилось так, что большую часть сделок исполняли либо внутри брокерского дома, который получил заказ клиента, либо по телефону. Таким образом, систему NASDAQ обычно использовали для установления цены, а не для реального исполнения заказов. Котировки являлись движущим механизмом внутреннего рынка, в то время как лучший бид (самая высокая цена предложений на покупку) и лучший офер (самая низкая цена, по которой предлагались акции на продажу) определяли текущую рыночную цену. Сегодня маркет-мейкеры, а в последнее время и ЭКС выставляют котировки акций (цены, по которым они обязуются совершить сделку), которые могут просмотреть все, кто имеет доступ к терминалам, показывающим эту информацию. Внутренний рынок существует для каждого получившего доступ к котировкам уровня 1.

Система NASDAQ ввела электронное исполнение сделок после того, как в 1985 г. была создана система ввода малых заказов (SOES), а в 1990 г. — система SelectNet. SOES — это автоматическая система, которая позволяет клиентам покупать по оферу и продавать по биду до тысячи акций за одну сделку. Она была полностью реализована только в 1988 г., когда Комиссия по ценным бумагам потребовала участия в этой системе всех маркет-мейкеров. Такое требование было прямым результатом плохой работы маркет-мейкеров во время обвала фондового рынка в 1987 г. В момент катастрофы маркет-мейкеры отказывались отвечать на телефонные звонки заказчиков по котировкам, выставленным в системе NASDAQ, и клиенты не могли добиться исполнения заказов ни по какой цене. В ответ на многочисленные критические выступления NASDAQ обеспечила автоматическое испол-

нение заказов через электронную систему SOES. Это нововведение открыло клиентам доступ к рынку и торговле с маркет-мейкерами без телефонных звонков. NASDAQ также разработала предназначенную для маркет-мейкеров электронную систему SelectNet, обеспечивающую связь маркет-мейкеров между собой и выполнение электронных сделок друг с другом.

В 1990-е гг. и SelectNet, и SOES пережили фазу стремительного развития. Развитие SelectNet стимулировало нежелание маркет-мейкеров разговаривать с клиентами по телефону по поводу их заказов. При этом маркет-мейкеры имели обыкновение целыми днями переговариваться по телефону. Расследование, проведенное Министерством юстиции США в 1993 г., подтвердило недобросовестность маркет-мейкеров. Это расследование завершилось в 1996 г. Вывод: маркет-мейкеры очень часто вступали между собой в сговор, чтобы искусственно поддерживать большие спрэды *. В результате такого вмешательства извне рынок NASDAQ изменился навсегда, и в лучшую сторону. Национальная ассоциация фондовых дилеров (NASD) вместе с Комиссией по ценным бумагам ввели множество изменений с целью защиты клиентов.

Только что созданная система NASDAQ сразу привлекла неликвидные ценные бумаги, которые не удовлетворяли требованиям Нью-Йоркской фондовой биржи или Американской фондовой биржи и не включались в их листинги. Маркет-мейкеры NASDAQ обычно давали большие спрэды, характерные для неликвидных ценных бумаг. Их завышенные размеры маркет-мейкеры объясняли риском при формировании рынков таких акций. Большие спрэды, бремя которых перекладывалось на плечи клиентов и трейдеров, были выгодны маркет-мейкерам, поскольку они обычно «создавали» их как компенсацию за собственный риск ради обеспечения постоянной ликвидности. («Создание» спрэда означает способность маркет-мейкеров приобретать ценные бумаги по биду у одно-

* Спрэд — разница между лучшим бидом и лучшим офером. — *Примеч. науч. ред.*

го клиента и продавать их по более высокому оферу другому.) В дополнение к большим спрэдам система NASDAQ гарантировала маркет-мейкерам возможность зарабатывать на каждой сделке: в любой сделке они оказывались другой стороной. Это означало, что клиенты редко могли торговать непосредственно друг с другом, но были вынуждены покупать и продавать акции через маркет-мейкера, который и получал прибыль от широких спрэдов.

На деле в истории NASDAQ маркет-мейкеры лишь иногда позволяли клиентам совершать сделки внутри спрэда, даже если покупатель предлагал цену выше той, по которой другой клиент хотел продать акции. Например, на торгуемые в NASDAQ по цене от 50 до $50 \frac{1}{4}$ акции находились покупатели, готовые заплатить $50 \frac{3}{8}$, но сделки не совершались, хотя были и продавцы, готовые отдать такие акции по цене $50 \frac{1}{8}$. Возможны были и ситуации, когда клиент делал заявку на покупку по цене $50 \frac{1}{4}$, а фирма, представлявшая эту заявку, могла приобрести нужные акции по цене 50 у другого клиента и перепродать их первому желающему купить по цене $50 \frac{1}{4}$. Такое никогда не могло бы произойти ни на Нью-Йоркской, ни на Американской фондовой бирже, где специалист всегда, когда это только возможно, находит встречную, соответствующую по ценам спроса и предложения, «пару» заказам клиентов (на этих биржах в пары объединяются до двух третей заказов) и где клиенты всегда пользуются защитой лимит-ордера*. И первоначальные допущения в правилах NASDAQ, которые казались оправданными при торговле неликвидными ценными бумагами, не могли, разумеется, сохраниться в процессе превращения NASDAQ в один из крупнейших рынков мира.

Многие из этих допущений до самого недавнего времени продолжали давать маркет-мейкерам преимущества. Поэто-

* Под «защитой» понимается запрет исполнения своего заказа при наличии клиентского заказа по такой же или лучшей цене. Например, при наличии клиентского бида по цене $50 \frac{1}{4}$ нельзя сначала исполнить свой бид по цене 50. — *Примеч. науч. ред.*

му первым изменением в NASDAQ было введение правила защиты клиента лимит-ордером, вследствие чего проведение маркет-мейкерами сделок «через» заказы клиентов стало незаконным. Практика, при которой маркет-мейкеры, например, сами приобретали акции по цене 50, не исполнив при этом лимит-ордер клиента на покупку по цене $50 \frac{1}{4}$, была уничтожена. За одним запретом последовали другие коренные изменения, введенные 20 января 1997 г. В этот день Комиссия по ценным бумагам и биржам установила правила, для принятия которых у самой NASDAQ не хватало смелости. NASDAQ и ее члены сопротивлялись этим нововведениям, но Комиссия по ценным бумагам и биржам ввела новые правила приема и размещения заказов, которые уравнивали возможности игроков и маркет-мейкеров и вывели NASDAQ на другой уровень. По иронии судьбы, именно эти изменения были необходимы для того, чтобы NASDAQ превратилась в «крупнейший рынок следующего столетия». Комиссия заставила NASDAQ одобрить правила, по которым сегодня и торгуют ценными бумагами в NASDAQ. Эти правила стали первым шагом в трансформации NASDAQ из рынка, динамику которого определяют не котировки, а заказы, как, например, это происходит на Нью-Йоркской фондовой бирже.

Новые правила приема и размещения заказов привели к двум важнейшим мерам, направленным на обеспечение сбалансированности и упорядоченности рынка, что дает клиентам все возможности получить наилучшую из предлагаемых цен. Первая мера заключалась в том, что маркет-мейкеры стали обязаны выставлять в систему NASDAQ любой лимит-ордер клиента, если цена этого заказа улучшала текущую рыночную цену. Это давало лимит-ордерам клиентов защиту, которой не было, когда маркет-мейкеры могли выполнять заказ, лишь если это было выгодно их фирмам. Вторая мера запрещала маркет-мейкерам выставлять котировки, лучшие, чем обозначенные в системе NASDAQ, в другие торговые системы (такие, как Instinet), если эти котировки были недоступны для всеобщего обозрения. Эта мера позволила

ЭКС, например Instinet (INCA), Island (ISLD), Spear, Leeds and Kellogg (REDI), Teranova (TNTO), и Bloomberg (BTRD), представлять свои котировки в системе NASDAQ, эффективно создавая один рынок с наилучшими ценами. Указанные изменения привели к сужению спрэдов, более корректному отношению к клиентским заказам и, что особенно важно, объединению заказов в NASDAQ. В результате этих нововведений клиенты смогли торговать друг с другом, а не только с маркет-мейкерами. Это позволило им производить сделки внутри спрэда и даже в лучшем случае покупать по цене бида и продавать по цене офера, в отличие от прежних времен, когда они всегда должны были платить спрэд. Такие меры дали возможность клиентам торговать друг с другом, а системе NASDAQ — превратиться в рынок, движущей силой которого становятся не котировки, а заказы. На Нью-Йоркской фондовой бирже именно они и определяют динамику внутреннего рынка и большинство сделок заключается между клиентами. Рынок создается заказами клиентов, а не маркет-мейкерами.

В 1997 г. было введено еще одно правило. Все крупные фондовые биржи США впервые согласились на то, чтобы минимальное изменение цены по любым акциям составляло не одну восьмую, а одну шестнадцатую часть доллара. Это привело к сужению спрэдов, что, в свою очередь, тоже уменьшило преимущества маркет-мейкеров и специалистов. Нововведение было выгодно всем клиентам потому, что при выплате спрэда маркет-мейкерам разница между бидом и офером стала значительно меньше. Весьма вероятно, что в течение следующих нескольких лет рынок перейдет на десятичные котировки, что может привести к еще более узким спрэдам.

Технология

Введение электронного доступа к рынкам в режиме реального времени было продиктовано необходимостью. Без такого доступа рынки не могли продолжать расширяться и слу-

жить экономике США или мировой экономике. Электронный доступ к рынкам будет и дальше расширяться, по мере того как экономика и рынки становятся все более глобальными. Рынки быстро изменяются. Компании и частные лица во всем мире заинтересованы в доступе к ликвидности, имеющейся на современных рынках. И электронный доступ становится тем основным элементом современных рынков, который будет играть все более значительную роль в XXI в.

В течение большей части прошедших 20 лет NASDAQ и другие биржи вносят изменения в свою технологию, пытаясь возглавить быстрый рост, охвативший все рынки. В последнее время технологические достижения обеспечили электронный доступ к рынкам любому лицу, из любого места и при минимальном начальном капитале. Частные лица всего за 3000 дол. получают доступ к рынку через электронные системы ввода заказов со своих персональных компьютеров. Онлайн-системы могут предоставлять частным лицам информацию, необходимую, чтобы быть в курсе ситуации на рынке, выполнять заказы за исключительно низкие комиссионные и обеспечивать их исполнение с чрезвычайной стремительностью. Действительно, в некоторых случаях сделки совершаются мгновенно. Клиенты, которые покупают и продают ценные бумаги через электронные интерфейсы, могут осуществлять подобные сделки без участия брокера. Эти системы сделали возможным исполнение сделок с персонального компьютера со скоростью молнии и за низкие комиссионные. Похоже, что практически ежедневно публике предлагают новые возможности для торговли в режиме реального времени через специализированные системы связи или Интернет.

Что таит в себе будущее?

Каждые 50–100 лет происходит какое-либо событие, которое способствует росту эффективности нашей экономики и ее процветанию. В середине XIX в. это была железная дорога, в

начале XX в. — автомобиль, а в конце XX в. — персональный компьютер. Эти достижения проложили дорогу к более эффективной, более национальной, а сейчас и более интернациональной экономике. По мере того как рынки наших товаров все больше расширяются, наша экономика обретает все большую стабильность и эффективность. Глобализация рынков означает, что спады в одной части мира могут сглаживаться подъемами в других местах. Более того, инфляция, возникшая в одном регионе, может быть укрощена предложением, которое генерируют другие части мира. Многие оценивают наши рынки историческими стандартами. Однако сегодня наши компании в состоянии получать средства и расти быстрее и эффективнее, чем когда-либо в истории. Персональные компьютеры за минуту могут сделать работу, которую некогда в течение нескольких дней выполняла группа высокооплачиваемых профессионалов. Сегодня компании могут отправить сообщения (по электронной почте) тысячам клиентов за секунды, а новые коммуникации связали мир еще теснее. В результате компании стали работать куда более эффективно, экономики разных стран обрели большую стабильность, а ценные бумаги растут в цене.

По мере таких серьезных изменений многие уважаемые члены сообщества Уолл-стрит вновь делают ужасные прорицания на будущее. Как всегда, часто отмечают переоценку наших рынков, сравнивая сегодняшние цены с ценами «другой эры». Подобно тому как когда-то бизнесмены на Уолл-стрит думали, что Майский день уничтожит Улицу, сегодня не менее пессимистично утверждается: новые правила приема и размещения заказов и более узкие спреды ведут к более трудным временам. Сторонники подобных предсказаний должны четко уяснить, что любые изменения, ведущие к более высокой ликвидности и более справедливому ценообразованию, обеспечат и увеличение объемов операций, и в свою очередь рост прибылей на Уолл-стрит. За последние 25 лет объем продаваемых акций увеличился в 100 раз. Поскольку Нью-Йоркская биржа и рынок NASDAQ привлекают все больше ком-

паний и игроков со всего мира, то почему бы объему не вырасти еще в 100 раз за следующие 25 лет? Большое (или даже небольшое) увеличение объема должно сопровождаться быстрым ростом электронной торговли. Это может быть началом новой эры более эффективных и сложных глобальных рынков, — эры технологии, когда каждый день из рук в руки переходят миллиарды акций, эры массивованного роста электронной внутрисудневной торговли.