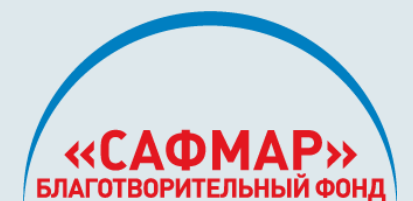




# Цикл просветительских лекций от лучших экономистов России и мира



Лекции проводятся  
при поддержке  
благотворительного  
фонда «САФМАР»



**ЭКОНОМИЧЕСКИЙ**

**ЛЕКТОРИЙ**

**РЭШ**

**Анна Обижаева**  
профессор РЭШ

**Финансовые биржи:  
казино или важная часть  
экономики?**

в рамках Цикла лекций по финансовой грамотности  
Экономического лектория РЭШ-2019

# Финансовые торговые системы

## Биржа – это казино?

*«Дух спекуляции охватил всю Россию в 1868-1869 года... все главные города увлеклись биржевой игрой до нездоровых размеров... Одушевление, с которым производились обороты бумажных ценностей, охватившее все классы общества, распространилось подобно заразной эпидемии...», «биржевая горячка», «крайнее увлечение и ажиотаж», «всеобщее ослепление»*

## Нет!

Финансовые торговые системы это не казино.  
Они играют ключевую роль в современной экономике.



# Финансовые торговые системы

Торговые системы помогают привлечь капитал в реальную экономику, лучше распределить риски (хеджирование) и выявить информацию.





# Какой должна быть торговая система?

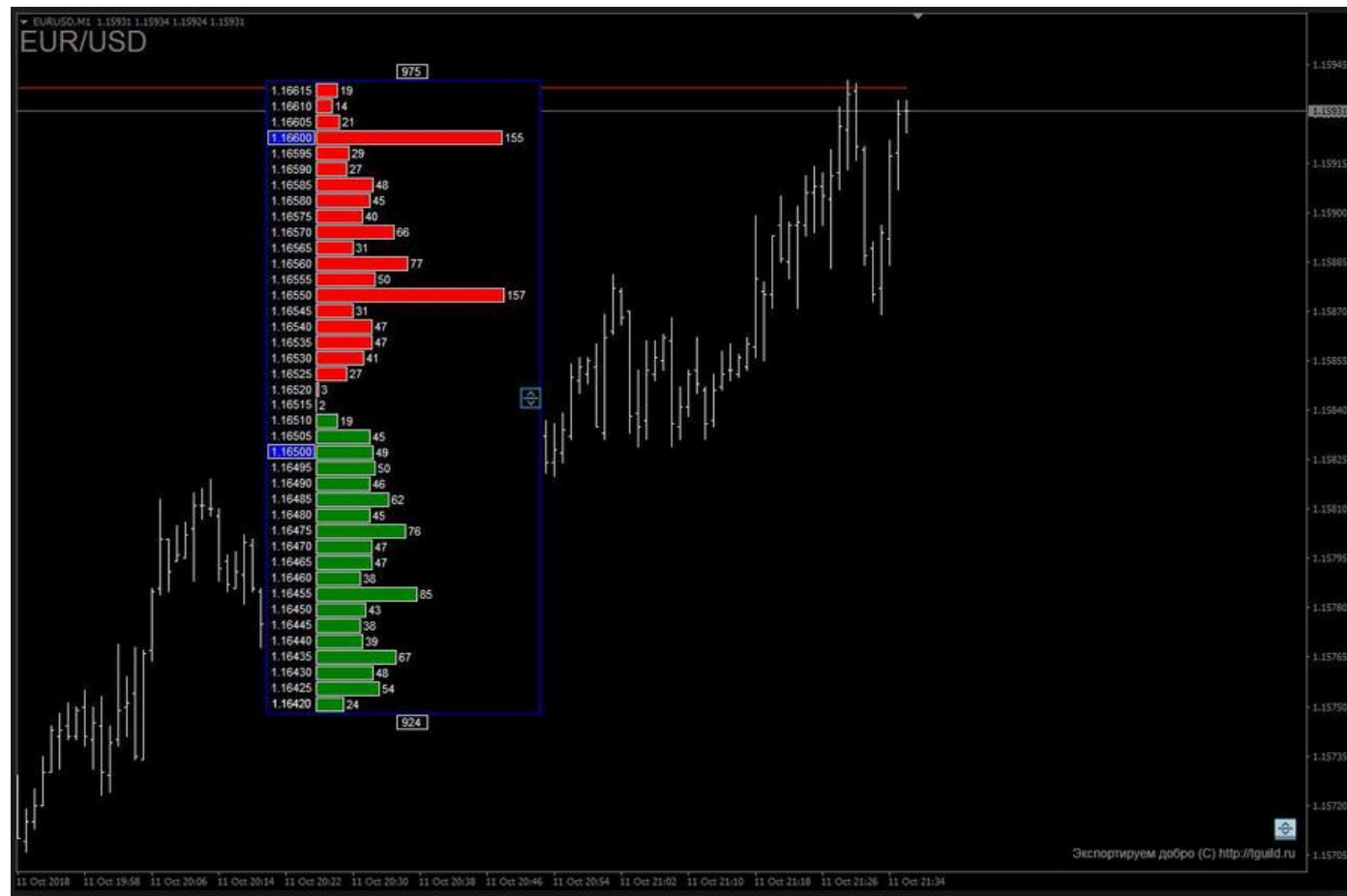
- Рынки должны работать эффективно, надежно и по честным для всех участников правилам.
- Какой должна быть ее структура?  
Централизованные или децентрализованные системы?



# Централизованные системы

Примеры:

Нью-Йоркская биржа, Чикагская биржа, Московская биржа



# Децентрализованные системы

Рынки дилеров - двухуровневые системы:  
NASDAQ, Euronext, торговля облигациями и валютой.



ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
ЛЕКТОРИЙ  
РЭШ

# Централизованные системы - NYSE





# Buttonwood соглашение, 1792

*"We the Subscribers, Brokers for the Purchase and Sale of Public Stock, do hereby solemnly promise and pledge ourselves to each other, that we will not buy or sell from this day for any person whatsoever, any kind of Public Stock, at a less rate than one quarter per cent Commission on the Specie value and that we will give a preference to each other in our Negotiations.*

*In Testimony whereof we have set our hands this 17th day of May at New York. 1792."*



# Что значит соглашение с точки зрения экономистов?



# Биржи как частные клубы

- Брокеры договорились между собой ограничить конкуренцию и за каждую транзакцию собирать со своих клиентов (как минимум) комиссию по 25bps (1/4%).
- Это был картель по торговле ценными бумагами, который просуществовал 200 лет.
- Первые биржи в Брюгге, Амстердаме и Лондоне были основаны на похожих принципах.



# Как сохранить картель по торговле ценными бумагами?





# Как сохранить картель?

- Ограничить число участников рынка и доступ к торговой площадке.
- Обеспечить соблюдение правил членами клуба и борьбу с нарушителями.
- Картельное соглашение привело к формированию института биржи как ограниченной торговой площадки с ограниченным числом участников и фиксированными минимальными комиссиями.



# Существуют ли способы обмануть картель?



# Как обмануть картель?

## Ценовая конкуренция при фиксированных комиссиях

### **Пример:**

*Брокер считает, что цена бумаги \$40.50, но хочет собрать комиссию \$0.05 меньше, чем официальная комиссия \$0.25*

- *клиент покупает по \$40.55 (\$40.50+комиссия \$0.05)*
- *но говорит, что цена брокера была \$40.30 плюс комиссия \$0.25*

## Неценовая конкуренция при фиксированных комиссиях

### **Пример:**

*Мягкие доллары (soft dollars), обработка ошибочных транзакций (error accounts).*



# Централизованные биржи: вывод

К 1970-м годам в США сложилась финансовая торговая система, многие особенности которой можно было объяснить логикой картеля по торговле ценными бумагами.

Биржа являлась частным клубом с ограниченным доступом.

Фиксированные комиссии привели к появлению неценовой и ценовой конкуренции, больших затрат на поддержание картельных структур и неэффективности.

В 70-е и 80-е годы фиксированные комиссии были признаны незаконными, что привело к постепенному изменению торговых систем.





# Клиринг, расчеты и депозитарий

- После совершения сделки на Бирже они должны пройти через клиринг и регистрацию в клиринговых палатах и депозитарии: учет и регистрация сделок, подтверждение транзакций, осуществление расчетов.
- Эти системы часто являются централизованными.



# Биржи в России

В России биржи были организованы под патронажем и при активном участии государства.



Биржи  
в Санкт-Петербурге (1703)  
Архангельске (1789)  
Одессе (1796)  
Варшаве (1816)  
Москве (1837)

“Санкт-Петербургская биржа”

П.В. Лизунов



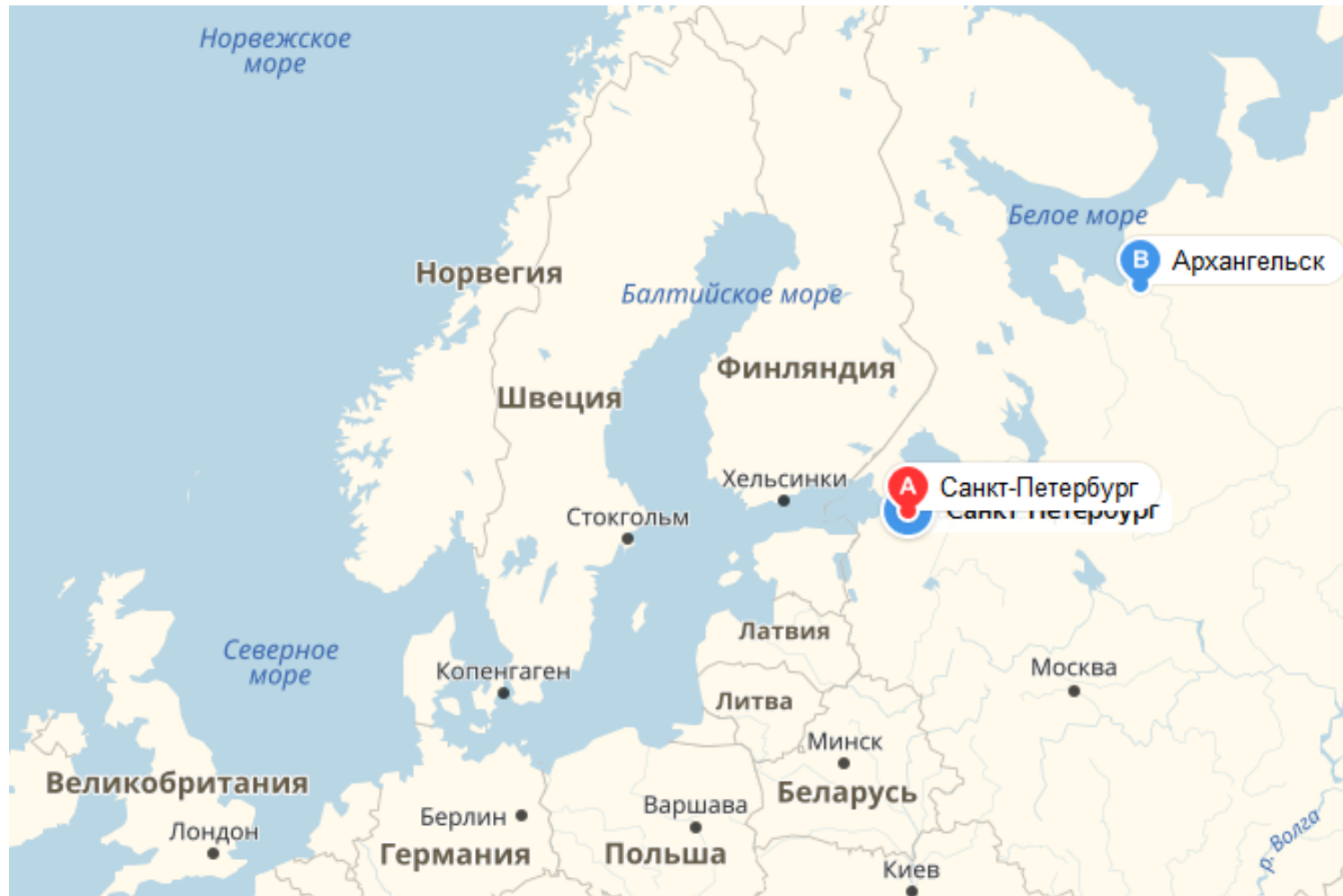
# Северная Война (1700-1721)



ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
ЛЕКТОРИЙ  
РЭШ



# Карта России: Архангельск vs Петербург





# Биржа в Санкт-Петербурге



# Московская Биржа

- Ключевую роль в финансовой инфраструктуре играет Московская Биржа, которая управляет основной биржевой площадкой по торговле всеми основными категориями активов.
- Группа оказывает полный цикл торговых и пост-трейдинговых услуг.
- Она включает в себя центральный депозитарий НКО АО “Национальный расчетный депозитарий” (НРД), а также клиринговый центр Банк “Национальный Клиринговый Центр” (НКЦ), выполняющий функции центрального контрагента.



# Децентрализованные системы - NASDAQ

NASDAQ был сформирован в США в 1971 с целью стимулировать конкуренцию в торговле ценными бумагами, когда дилеры конкурируют друг с другом.





# Дилеры как маркет-мейкеры

- Дилеры торгуют со всеми, кто к ним обращается, и предоставляют рынку ликвидность.
- Дилер выставляет цену бид/bid, по которой он готов купить ценную бумагу у клиента, и цену аск/ask/offer, по которой он готов ее продать.  
Дилеры являются маркет-мейкерами.
- Разница между ценой на продажу (высокая) и покупку (низкая) называется бид-аск спред. При сбалансированном потоке покупателей и продавцов маркет-мейкер зарабатывает спред.



# Какие торговые системы лучше: централизованные или децентрализованные?





# Где больше ликвидности на NYSE или NASDAQ?

Ученые и практики провели множество исследований и научных дебатов на эту тему. Они пришли к выводу, что на централизованной бирже NYSE ликвидности больше, чем на децентрализованной площадке NASDAQ.

**Основные причины:** На NYSE меньше посредников и больше пре-трейд и пост-трейд прозрачности.

Но похожие вопросы все еще продолжают обсуждаться; например, где лучше торговать FX на площадке MOEX или через дилерские платформы.



# Незаконные практики при торговле ценными бумагами

При торговле ценными бумагами участники рынка пытаются перехитрить друг друга и заработать, но некоторые сделки являются незаконными.

Особенно часто незаконные практики используются на нетранспарентных децентрализованных рынках.

- 1) Сговор дилеров на NASDAQ в 1994 году
- 2) Незаконные действия брокеров на CME в 1989 году

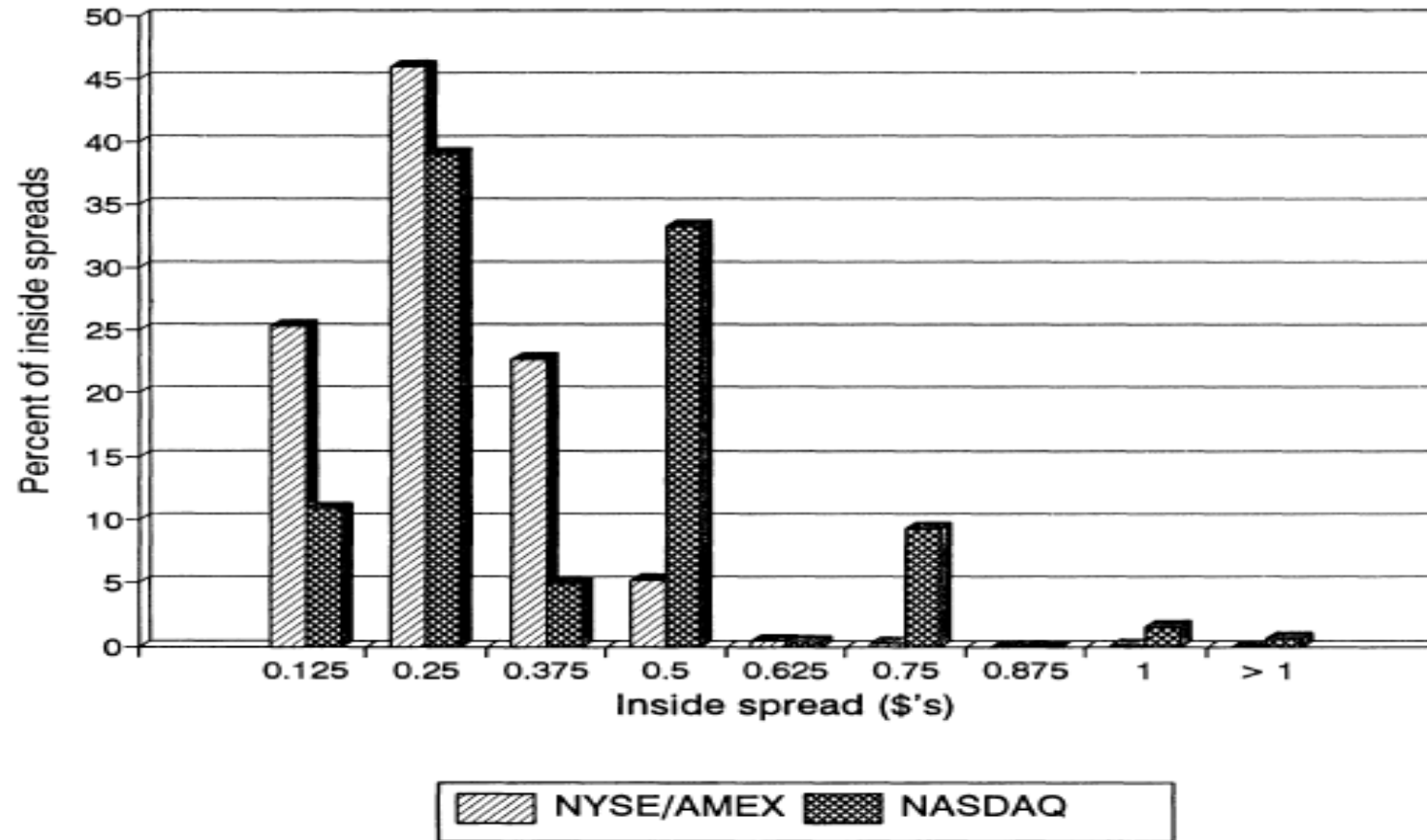


# Статья Christie and Schultz (1994)

- Профессора проанализировали цены на покупку и продажу для акций торгующихся на NASDAQ и NYSE, используя данные по транзакциям и котировкам из Institute for the Study of Securities Markets.
- Они сравнили бид-аск спреды на акции, торгующихся на двух основных торговых площадках NASDAQ и NYSE.
- В 1994-м году минимальный шаг цены (tick size) на рынке акций был  $1/8$  или  $\$0.125$ , например  $\$40.125$ -- $\$40.250$ .

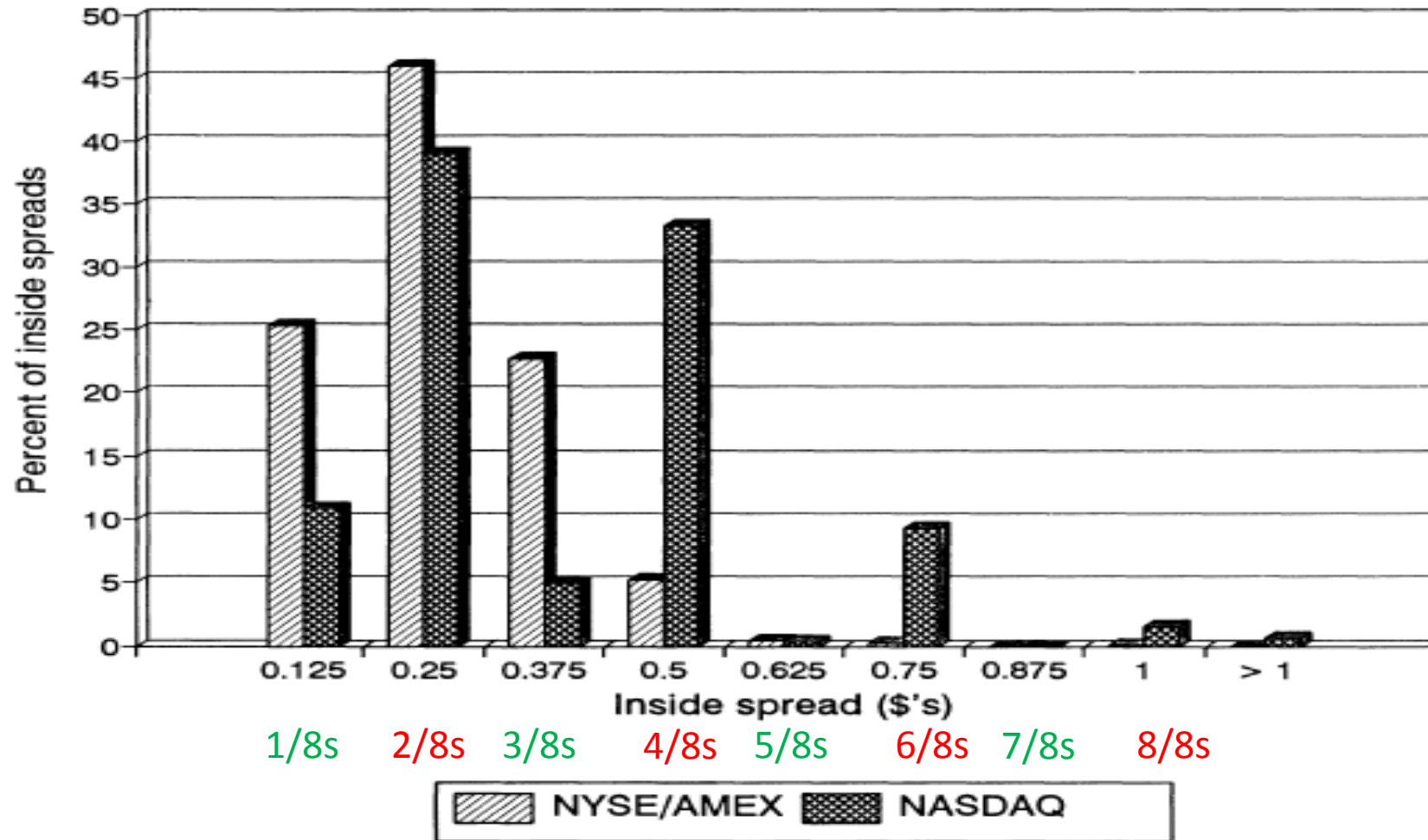


# Распределение спреда: NASDAQ vs NYSE



ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
ЛЕКТОРИЙ  
РЭШ

# Распределение спреда: NASDAQ vs NYSE



Источник: Christie and Schultz(1994)





# Наука – это сила!

- Публикация результатов исследования привела к большому судебному разбирательству, которое инициировали Securities and Exchange Commission (SEC) и Department of Justice.
- Тридцать брокерских фирм NASDAQ заплатили штраф в \$900 миллионов за сговор.
- Транзакционные издержки на NASDAQ понизились, бид-аск спреды стали меньше и стали больше похожи на спреды, существующие на NYSE.



# Судебное разбирательство в 1989

- В 1989-м году произошло еще одно знаменитое судебное разбирательство против брокеров на СВОТ и СМЕ с участием агентов ФБР.
- 46 брокеров были обвинены в многочисленных случаях мошенничества: вымогательство, незаконное изменение информации на карточках и в системе торгов, опережающие сделки, секретное проведение сделок вне торговой площадки и т.д.



# (Де)централизованные биржи?

Централизованные торговые системы имеют много важных преимуществ над децентрализованными:

- Сетевые экстерналии, эффективность
- Экономия масштаба, особенно в условиях ограниченности ресурсов
- Более высокое качество услуг
- Более надежная защита
- Более удобный надзор и регулирование.



# (Де)централизованные биржи?

В целом централизованная система трейдинга и клиринга, построенная в России на платформе МОЕХ, имеет много преимуществ по сравнению со многими торговыми площадками в развитых странах!

При этом есть проблемы:

- Отсутствие конкуренции (монополистские наценки)
- Уменьшение стимулов к инновациям
- Концентрация рисков



**Спасибо за внимание!**

**Российская  
экономическая  
школа**

**[www.nes.ru](http://www.nes.ru)  
[lectorium@nes.ru](mailto:lectorium@nes.ru)**

**Яндекс Дзен**

