

ВАЛЕНТИНА ВЛАДИМИРОВНА КАРГИНОВА
аспирант кафедры экономической теории и финансов экономического факультета, Петрозаводский государственный университет (Петрозаводск, Российская Федерация)
vkarginowa@yandex.ru

ПРЕДОТВРАЩЕНИЕ РЕЗКИХ КОЛЕБАНИЙ КОТИРОВОК НА ФОНДОВОЙ БИРЖЕ: ОТКАЗ ОТ ОСТАНОВКИ ТОРГОВ*

Резкие изменения цен на фондовом рынке приводят к его дестабилизации и создают угрозу для всей социально-экономической системы страны. Однако текущие методы их предотвращения, главным из которых является остановка биржевых торгов, не только не решают, но зачастую еще и усугубляют проблему. В статье предложен новый инструмент сглаживания колебаний котировок ценных бумаг, основанный на модификации правил расчета комиссионных платежей биржи.

Ключевые слова: фондовая биржа, колебания цен, остановка торгов, комиссионные платежи

МЕТОДЫ ПРЕДОТВРАЩЕНИЯ ПОСЛЕДСТВИЙ РЕЗКОГО КОЛЕБАНИЯ КОТИРОВОК ЦЕННЫХ БУМАГ

В истории фондовых бирж не раз происходили резкие изменения цен обращающихся на них активов, что приводило к финансовым потерям трейдеров и эмитентов ценных бумаг. В конечном итоге доверие к институту фондовой биржи снижалось, и он переставал выполнять свою основную функцию – эффективно перераспределять свободно имеющиеся средства, обеспечивая капитал эмитентам и доход инвесторам. Учитывая это, мировая практика выработала комплекс мероприятий по недопущению быстрого снижения или роста котировок.

Вопрос сглаживания колебаний биржевых цен рассматривался в работах таких российских и зарубежных ученых, как О. Буклемишев [1], С. М. Гуриев [2], Н. Мильчакова [3], П. Кругман [7], Н. С. Мажлuf и С. Майерс [8] и др.

К существующим методам предотвращения резкого падения или роста котировок финансовых активов относятся:

1. Остановка торгов в целом по фондовой бирже или в отношении конкретного актива, осуществляемая регулятором рынка ценных бумаг при достижении определенной группой показателей установленных пороговых значений.

Данная мера выглядит оправданной при необходимости предотвращения на фондовом рынке сделок, основанных на сговоре участников или использовании инсайдерской информации. Однако в случае, если причиной колебаний котировок является изменение социально-экономической или политической системы, остановка торговли ценными бумагами может лишь усугубить проблему. Рассмотрим, почему это происходит. В случае если инвесторы на основании проведенного анализа эмитента приходят к выводу, что на текущий момент времени его акции переоценены, они на-

чинают продавать данные ценные бумаги, желая совершить это прежде, чем текущая рыночная цена снизится до прогнозируемой ими величины. Но благодаря тому, что в современном мире одни и те же сведения поступают практически одновременно ко всему множеству инвесторов, выставлять на продажу активы также начинает не один, а несколько трейдеров, что оказывает существенное влияние на уровень котировок. В свою очередь, стремительное падение цены является основанием для прекращения торгов на бирже. Но это и новый негативный информационный сигнал, способный убедить еще большее число инвесторов в том, что данные ценные бумаги ненадежны. На рынке начинается паника. Трейдеры боятся, что в силу остановки торгов они не смогут продать данные ценные бумаги до того, как те обесценятся. Потому, как только торговля на фондовой бирже возобновляется, темпы падения цен могут усилиться: ведь еще большее число инвесторов будет стремиться продать данные активы, а новая остановка торгов еще сильнее ухудшит ситуацию. В качестве яркого примера, подтверждающего этот замкнутый круг, можно привести остановку торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже в понедельник 27 октября 1997 года. По окончании торгов пятницы индекс Dow Jones Industrial Average был выше 7700 пунктов. Но в течение понедельника наблюдалось сильное падение индекса. После того как он снизился на 350 пунктов, торги были остановлены на 30 минут. Это еще больше увеличило панику на рынке, и после возобновления торговли за 24 минуты индекс потерял еще 200 пунктов, что послужило поводом для повторной остановки торгов, теперь уже до конца дня. Таким образом, на момент закрытия Dow Jones Industrial Average составил 7161, уменьшившись за день на 7,2 %, или на 554 пункта. Это далеко не самое большое падение фондового индекса в течение одного торгового дня, но пример на-

глядно показывает, что остановка рынка скорее не предотвращала падение рынка, а притягивала его [9; 3–5]. Также отметим, что для активов, обращающихся на нескольких фондовых биржах, при остановке торгов лишь на одной из них, в то время как на остальных они продолжают осуществляться по причине не столь стремительно происходящих изменений цен или иных установленных пороговых значений, возникает проблема расхождения котировок на данный актив на разных площадках, что, в свою очередь, создает возможность для проведения арбитражных сделок и трудности при залоговых операциях с данными ценными бумагами. Таким образом, остановка торговли на фондовой бирже может не только не способствовать решению проблемы, но и обострить текущую ситуацию.

2. Покупка (продажа) ценных бумаг.

В качестве альтернативного метода поддержания фондового рынка иногда рассматривается покупка (продажа) ценных бумаг государством. Данный метод позволит удерживать цены фондовых активов на требуемом уровне, но его нельзя назвать эффективным в силу своей затратности и рискованности. Кроме того, при кризисных явлениях государству иногда более целесообразно направить имеющиеся средства на поддержание других секторов финансового рынка, в частности банковского сектора. Также отметим, что активное вмешательство государства в дела фондового рынка может способствовать негативным настроениям среди инвесторов.

Таким образом, проведенный анализ существующих методов сглаживания колебаний цен на фондовой бирже показал, что они позволяют достичь желаемого результата лишь в ограниченном числе случаев, а также сопряжены со значительными затратами и риском. Следовательно, можно сделать вывод, что существующие на фондовой бирже институты не способны минимизировать негативное влияние на биржу деструктивного поведения инвесторов, которые стремятся максимизировать лишь личный выигрыш в данном периоде и не думают об эффективности функционирования всей социально-экономической системы в будущем. Между тем в долгосрочной перспективе всем трейдерам необходимо развитие фондового рынка, повышение его надежности и привлекательности для новых эмитентов и инвесторов.

ПРЕДЛАГАЕМЫЕ МЕРЫ ПО НЕДОПУЩЕНИЮ РЕЗКОГО ИЗМЕНЕНИЯ ЦЕН НА ФОНДОВЫХ БИРЖАХ

Социально-экономические последствия несовершенства существующей системы операций с ценными бумагами делают необходимым изменение действующих институтов фондового рынка таким образом, чтобы предотвратить деструктивное поведение инвесторов. Изменение

поведения экономических субъектов осуществляется быстрее, если мы трансформируем для них правила игры, а не будем стремиться изменить мотивы или стратегии их поведения.

С учетом вышеизложенного в качестве метода решения поставленной проблемы предлагаем дифференцировать комиссионные платежи бирж в зависимости от существующих колебаний котировок активов: если они незначительны, то и размер комиссии должен быть меньше, чем при наличии резко отрицательного или положительного тренда. Для обоснования данного предложения нами проведено исследование с использованием метода квазиестественного эксперимента и общенаучных методов (методов формальной логики, системного подхода и др.).

В настоящее время на ОАО «Московская Биржа» комиссионные вознаграждения определяются главным образом в зависимости от объемов совершаемых на бирже сделок, иногда увеличенных на величину фиксированной месячной платы (более подробно тарифы биржи см. на сайте [5]). Таким образом, они не являются механизмом предотвращения деструктивного поведения инвесторов. На Нью-Йоркской фондовой бирже биржевые сборы рассчитываются более сложно и зависят преимущественно от нескольких параметров: количества акций сделки, стоимости акции, среднесуточного объема и выставления и исполнения лимит-ордеров (более подробно тарифы биржи см. на сайте [11]). Таким образом, несмотря на то, что Нью-Йоркская фондовая биржа поощряет выставление цен лучше текущих рыночных, она не застрахована от резкого колебания котировок. Кроме того, не всегда поощрение более высоких цен оправданно, так как это также может способствовать повышенному темпу роста фондового рынка, а для его регуляторов первоочередной задачей является наличие не высоких, а объективных цен.

В случае предлагаемой дифференциации комиссионных вознаграждений биржи инвесторы, ранее желающие продать быстро дешевающие активы, чтобы минимизировать собственные потери за счет прочих участников торговли, вероятно, откажутся от данного решения, так как при повышенных комиссиях их личные потери будут несопоставимо больше. Аналогично данный механизм делает непривлекательным манипулирование ценами акций в сторону их повышения. При этом особенно эффективным он будет в отношении высокочастотных трейдеров, производящих гораздо больший объем операций, чем инвесторы, не вооруженные специальными техническими приспособлениями.

На ОАО «Московская Биржа» установлены следующие правила остановки торгов:

1) Приостановка торгов отдельной ценной бумагой во всех режимах, кроме РЕПО и РПС, осуществляется на 30 минут при отклонении на

20 % текущей цены от цены закрытия предыдущего торгового дня по данной ценной бумаге.

2) Приостановка торгов акциями во всех режимах торгов, кроме РЕПО и РПС, осуществляется в зависимости от величины отклонения текущего значения индекса ММВБ от последнего значения индекса ММВБ, рассчитанного в предыдущий торговый день: при отклонении индекса на 15 % – на 30 минут; при отклонении индекса на 25 % – до истечения текущего торгового дня (подробнее см. сайт [4]).

Для сравнения: на Нью-Йоркской фондовой бирже с апреля 1998 года правила остановки торгов устанавливаются ежеквартально путем расчета пороговых значений индекса Dow Jones Industrial Average как 10, 20 или 30 % от среднего значения закрытия торгов предыдущего месяца, округленного до ближайших 50 пунктов. В зависимости от того, какого порогового значения достигло падение индекса, а также от времени, когда это произошло, торги на фондовой бирже останавливаются на 30 минут, 1 час, 2 часа или до конца дня (пороговые значения индекса на январь 2013 года можно посмотреть на сайте Нью-Йоркской фондовой биржи [10]).

С учетом существующего порядка определения тарифов биржи и правил приостановления торгов для ОАО «Московская Биржа» можно предложить следующий порядок определения комиссионных платежей биржи:

1) Начальные размеры комиссий бирж определяются по существующей методике и различаются в зависимости от тарифных планов (см. подробнее [5]).

2) При отклонении текущей цены от цены закрытия предыдущего торгового дня по отдельной ценной бумаге:

- от 10 до 20 % – оборотная часть комиссионных платежей биржи по операциям с данной ценной бумагой увеличивается в 100 раз по сравнению с первоначальным уровнем;

- от 20 до 30 % – оборотная часть комиссионных платежей биржи по операциям с данной ценной бумагой увеличивается в 1000 раз по сравнению с первоначальным уровнем;

- свыше 30 % – оборотная часть комиссионных платежей биржи по операциям с данной ценной бумагой увеличивается в 5000 раз по сравнению с первоначальным уровнем.

3) При подобных отклонениях текущего значения индекса ММВБ от последнего значения индекса ММВБ, рассчитанного в предыдущий торговый день, происходит аналогичное изменение оборотной части комиссионных платежей по всем ценным бумагам, обращаемым на фондовой бирже. Подчеркнем, что в данном случае речь идет не о создании универсальной методики определения комиссионных платежей, применимой на всех фондовых биржах мира, а лишь о выработке нового единого подхода при

определении комиссионных бирж. Для каждой отдельной торговой площадки необходимо учитывать характерную для нее среднюю волатильность, так как на недостаточно развитых рынках ценных бумаг колебания котировок активов выше, чем на развитых, но, поскольку являются привычными, не приводят к резким неблагоприятным последствиям. В частности, приведенные правила остановки торгов на Нью-Йоркской фондовой бирже предусматривают прекращение торговли при менее значительном колебании цен на активы и в среднем на более длительный срок, чем на ОАО «Московская Биржа».

Предлагаемая методика не ставит перед собой цель нивелирования снижения или роста цен на активы в принципе, лишь предполагает недопущение их резкого изменения. Само по себе колебание цен может свидетельствовать об изменении финансового состояния эмитента ценных бумаг и о его более корректной оценке со стороны рынка. Целью предлагаемых изменений не является получение биржами дополнительного дохода, так что лишь при угрозе падения фондового рынка комиссионные платежи увеличатся, а в прочих условиях они должны снизиться (что отдельно от рассматриваемой проблемы является благоприятным фактором для участников торговли).

По сравнению с существующими методами сглаживания цен на фондовом рынке, к преимуществам данной методики можно отнести:

- 1) гибкость: незамедлительное реагирование на колебание котировок на фондовой бирже;
- 2) меньшие затраты и рискованность.

Однако невозможно однозначно оценить, насколько предлагаемый метод эффективнее существующих, так как эффективность предлагаемой методики расчета комиссионных платежей биржи зависит от индивидуальной склонности к риску участников торговли. Если допустить, что все трейдеры принимают решения о совершении сделки на основе показателя математического ожидания, рассчитываемого по формуле:

$$\text{Ожидание} = (PW \times AW) - (PL \times AL),$$

где PW – доля выигрышных сделок; PL – доля убыточных сделок; AW – средний выигрыш (в рублях); AL – средний убыток (в рублях) [6; 157], то можно легко прийти к выводу, что деструктивное поведение инвесторов при расчете комиссионных бирж по предлагаемой методике будет менее вероятно, чем при использовании других мер, направленных на сглаживание биржевых цен. Ведь при резких колебаниях котировок математическое ожидание трейдера в системе, предполагающей остановку торгов или выкуп акций государством, будет больше, чем в системе, где расчет комиссионных платежей биржи зависит от динамики цен (в первом случае мы искусственно поддерживаем показатели на требуемом уровне, в то время как во втором снижение средней прибыли и рост среднего убытка

приведут к уменьшению математического ожидания). Таким образом, при прочих равных условиях участник биржевой торговли с большей вероятностью заключит сделку, способствующую поддержанию негативных рыночных трендов, в первом случае, а не во втором.

Недостатком данной системы по сравнению с существующими является необходимость постоянного расчета текущего размера комиссионных платежей для фондовой биржи и обеспечение доступа инвесторов к данной информации. Но с учетом современного уровня развития информационных технологий это не будет сопряжено со

значительными трудовыми или денежными ресурсами. Нами не обнаружено случаев рассмотрения предлагаемого метода предотвращения резкого колебания цен на фондовые активы в литературе или его использования на практике.

ВЫВОД

Предлагаемая методика расчета комиссионных бирж поможет предотвратить резкие колебания котировок на фондовых рынках. Однако для этого необходимо, чтобы информация о текущем размере комиссионных была доступна инвесторам в любой момент проведения торгов.

* Работа выполнена при поддержке Программы стратегического развития ПетрГУ в рамках реализации комплекса мероприятий по развитию научно-исследовательской деятельности на 2012–2016 гг.

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бу к л е м и ш е в О. Почему государству не стоит играть на фондовом рынке [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.forbes.ru/mneniya-column/gosplan/234269-pochemu-gosudarstvu-ne-stoit-igrat-na-fondovom-rynke>
2. Гу р и е в С. М. Мифы экономики. Заблуждения и стереотипы, которые распространяют СМИ и политики. М.: Альпина Бизнес Букс, 2010. 296 с.
3. М и л ь ч а к о в а Н. Эффективность фондового рынка: институциональный подход // Вопросы экономики. 2004. № 5. С. 97–110.
4. Процедура приостановки торгов ценными бумагами [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://rts.micex.ru/a775>
5. Тарифы Основного рынка [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://rts.micex.ru/s153>
6. Т а р п В. Трейдинг – ваш путь к финансовой свободе / Пер. с англ., под ред. В. Ильина. СПб.: Питер, 2005. 368 с.
7. К р у г м а н Р. How Did Economists Get It So Wrong // The New York Times. 2009. 6 September. P. MM36.
8. M a j l u f N. S., M y e r s S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. P. 178–222.
9. M i l l e r R. M. Experimental economics: how we can build better financial markets. N. J.: John Wiley & Sons, Inc., 2002. XXII. 314 p.
10. NYSE Announces First-Quarter 2013 Circuit-Breaker Levels. Available at: <http://www.nyse.com/press/1356952550175.html>
11. NYSE Trading Fees. Available at: <http://usequities.nyx.com/markets/nyse-equities/trading-fees>

Karginova V. V., Petrozavodsk State University (Petrozavodsk, Russian Federation)

PREVENTION OF ABRUPT FLUCTUATIONS OF PRICES ON STOCK EXCHANGE: CANCELLATION OF CIRCUIT BREAKERS

Abrupt changes of prices at the stock exchange lead to its instability and a threat to the whole social and economic system of the country. However, the current methods of preventing such changes, the most popular of which is to stop exchange trading, do not solve them, but even more often exacerbate the problem. This paper proposes a new tool of smoothing fluctuations in securities' prices based on a modification of the calculation rules for trading fees at the stock exchange.

Key words: stock exchange, price fluctuations, circuit breakers, trading fees

REFERENCES

1. B u k l e m i s h e v O. *Pochemu gosudarstvu ne stoit igrat' na fondovom rynke* [The state should not play the stock market]. Available at: <http://www.forbes.ru/mneniya-column/gosplan/234269-pochemu-gosudarstvu-ne-stoit-igrat-na-fondovom-rynke>
2. G u r i e v S. M. *Mify ekonomiki. Zabluhdeniya i stereotipy, kotorye rasprostranyayut SMI i politiki* [Myths of the economy. Misconceptions and stereotypes from mass media and politics]. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2010. 296 p.
3. M i l ' c h a k o v a N. The effectiveness of the stock market: an institutional approach [Effektivnost' fondovogo rynka: institutsional'nyy podkhod]. *Voprosy ekonomiki*. 2004. № 5. P. 97–110.
4. *Protsedura priostanovki trgov tsennymi bumagami* [The procedure of suspension from trading of securities]. Available at: <http://rts.micex.ru/a775>
5. *Tarify Osnovnogo rynka* [Rates of the Main Market]. Available at: <http://rts.micex.ru/s153>
6. Т а р п В. *Treyding – vash put' k finansovoy svobode* [Trade your way to financial freedom]. St. Petersburg, Piter Publ., 2005. 368 p.
7. К р у г м а н Р. How Did Economists Get It So Wrong // The New York Times. 2009. 6 September. P. MM36.
8. M a j l u f N. S., M y e r s S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. 1984. Vol. 13. P. 178–222.
9. M i l l e r R. M. Experimental economics: how we can build better financial markets. N. J.: John Wiley & Sons, Inc., 2002. XXII. 314 p.
10. NYSE Announces First-Quarter 2013 Circuit-Breaker Levels. Available at: <http://www.nyse.com/press/1356952550175.html>
11. NYSE Trading Fees. Available at: <http://usequities.nyx.com/markets/nyse-equities/trading-fees>

Поступила в редакцию 14.03.2013