

Svindlað á biðröðum

Bókarhöfundur: **Michael Lewis.**

Bókarheiti: **Flash Boys. Cracking the Money Code.**

Gagnrýnandi: **Gylfi Magnússon**, dósent í viðskiptafræði.

Útgáfa: **Penguin/Norton; London 2014, 277 bls.**

Í umsögn gagnrýnenda kemur meðal annars eftirfarandi fram:

„Þegar á heildina er litið er þetta ágæt bók þótt hún sé ekki gallalaus. Lewis er ónákvæmur á köflum og dregur stundum upp helst til svart-hvíta mynd með því að viðra einungis hluta þeirra sjónarmiða sem máli skipta. Bókin veur verðskuldaða athygli á ákveðnum skuggahlíðum fjármálamarkaða sem full ástæða er til að gefa frekari gaum. Lewis tekst jafnframt að gæða söguna lífi með því að draga fram áhugaverðar persónur sem tengjast henni með ýmsum hætti.“

Hátíðniviðskipti á hlutabréfamörkuðum

Bók Michael Lewis, *Flash Boys*, hefur vakið talsverða athygli, einkum vegna lýsingar höfundarins á eðli svokallaðra hátíðniviðskipta á bandarískum hlutabréfamarkaði. Með hátíðniviðskiptum er átt við viðskipti sem styðjast við sérhönnuð tölvukerfi sem leggja fram og draga til baka kaup- og sölutilboð ótt og títt, oft á fjölda markaða í einu. Í slíkum viðskiptum skipta millisekúndur máli, þeir sem þau stunda keppa í sífellu um að vera broti úr sekúndu á undan öðrum með sín tilboð. Samkeppnin snýst þannig annars vegar um hraða og hins vegar um bestu algrímin, þ.e. bestu viðskiptareglurnar sem tölvukerfin eru mötuð á. Hugmyndin er ekki að fjárfesta til langs tíma. Þegar hlutabréf eru keypt eru þau oftast seld mjög fljótt aftur, jafnvel broti úr sekúndu síðar, á örlítið herra verði. Hagnaðarvonin byggist á því að að geta átt í fjölda slíkra viðskipta, hagnast örlítið á hverjum og einum, eða a.m.k. langflestum, og ná þannig miklum hagnaði þegar til lengdar lætur.

Umfjöllunarefni bókarinnar er í eðli sínu frekar flókið en Lewis tekst ágætlega, eins og svo oft áður, að draga fram aðalatriðin og útskýra með einföldum hætti. Jafnframt klæðir hann söguna lífi með því að gera grein fyrir áhrifum sögunnar á nokkra einstaklinga og segja frá þeirra hlutverki í henni. Þessari frásagnaraðferð hefur hann beitt



með góðum árangri í fjölda fyrri bóka. Aðferðin er þó ekki gallalaus. Bókin er ekki fræðirit. Skrif Lewis standast ekki alltaf ströngustu kröfur um meðferð heimilda eða hlutleysi í frásögn og túlkun. Andstæð sjónarmið við þau sem höfundurinn vill koma á framfæri fá lítið ef nokkuð rými. Persónur bókarinnar eru ýmist hetjur eða skúrkar eftir því sem hentar sögunni hverju sinni. Það sama á við um fyrirtæki, þau eru ýmist góð eða slæm. Helsta undantekningin í þessari bók er Goldman Sachs, það fyrirtæki er í hlutverki skúrks í hluta bókarinnar en sem riddari á hvítum hesti í öðrum hluta. Slík ofureinföldun gefur lítið svigrúm til að skoða flókið samspil margra þátta þar sem hagsmunir eru ekki alltaf skýrir eða vega og meta framlag hvers og eins þátttakanda í flóknu kerfi. Það eykur þó spennuna við lesturinn að það er ekki alltaf hægt að sjá fyrir hverja Lewis mun flokka sem skúrka og hverja sem hetjur. Í bókinni *The Big Short* voru hetjurnar vogunarsjóðir sem veðjuðu á fall bandaríska fasteignamarkaðarins. Í þessari bók er miklu lofi hlaðið á IEX kauphöllina, sem er fjármögnuð af nokkrum af harðskeyttustu vogunarsjóðum samtímans.

Ekki gallalaust rit

Stundum hittir Lewis ekki alveg í mark, t.d. er í bókinni tiltölulega löng umfjöllun um forritara nokkurn, Sergey Aleynikov, sem lendir í deilu við fyrrum vinnuveitanda sinn, Goldman Sachs, sem endar með því að hann er sakfelldur fyrir stuld á hugbúnaði. Í þeirri deilu er forritarinn hetjan en bankinn, FBI og dómskerfið fær slæma útreið hjá Lewis. Sú saga er út af fyrir sig áhugaverð en skiptir litlu fyrir meginþráð bókarinnar og varpar litlu ljósi á álitamálin sem fjallað er um.

Nokkrar staðreyndavillur skipta e.t.v. ekki höfuðmáli fyrir meginþemað í bókinni. Það hlýtur þó að vera umhugsunarvert að ekki skuli betur vandað til verka í riti sem fyrir-sjáanlegt er að mun seljast í vörubílsförmum og gæti því vel staðið undir kostnaði við vandaðan yfirlestur. Þannig fullyrðir Lewis t.d. (bls. 107) að áður en mannhöndin hvarf sem milliliður á hlutabréfamörkuðum hafi munur á kaup- og sölutilboðum í hlutabréf í Bandaríkjunum verið 1/16 úr prósentu, þegar hann var alla jafna a.m.k. 1/8 úr dal á hlut og oft meiri, t.d. ¼ úr dal, sem er miklu meira en 1/16 úr prósentu í flestum tilfellum. Gagnrýnendur hafa bent á fleiri svipuð dæmi um óþarfa fljótfærnisvillur í bókinni, eins og raunar fyrri bókum Lewis. Það má rifja upp í þessu samhengi að í kaflanum um Ísland í bók hans *Boomerang* sem kom út árið 2011 var nokkuð um smáatriði sem íslenskir lesendur áttuðu sig á að voru röng þótt það hafi e.t.v. ekki blasað við erlendum lesendum (hlutabréfaverð sagt hafa nifaldast 2003 til 2007 þegar það tæplega fimmfaldaðist, fasteignaverð sagt hafa þrefaldast þegar það u.þ.b. tvöfaldaðist o.m.fl.).

Skortur á nákvæmni hefur þó ekki komið í veg fyrir mikla sölu á bókum Lewis til þessa og mun vart torvelda sölu þessarar. Lesendur virðast flestir leyfa sér að horfa fram hjá eða taka ekki eftir slíku. Meiru skiptir vitaskuld hvort hver bók gefi þegar á heildina er lítið nokkuð rétta mynd af umfjöllunarefninu. Í þessari bók hefur mesta athygli vakið lýsing Lewis á stöðugri vitleitni þeirra sem stunda hátíðnivíðskipti til að ná að skjóta eigin viðskiptum framfyrir viðskipti annarra. Það gera þeir með því að notfæra sér að

hægt er að eiga viðskipti á mörgum stöðum, bæði kauphöllum og öðrum. Þeir fylgjast með stórum kaup- eða sölutilboðum sem koma inn í viðskiptakerfi á einum stað og flýta sér síðan sem mest þeir geta að koma sínum eigin tilboðum inn í viðskiptakerfi annarra staða áður en upphaflega tilboðið nær því. Í því kapphlaupi skipta milli- eða jafnvel mikrósekúndur máli. Fyrir vikið verja fjármálafyrirtæki óhemju upphæðum í tölvu- og fjarskiptakerfi, sem þurfa að vera eins hraðvirk og kostur er. Tölvur fjármálafyrirtækjanna þurfa líka að vera sem allra næst tölvum kauphallanna til að stytta boðleiðir, helst í sama herbergi.

Einn minnisstæðasti hluti bókarinnar er lýsing á lagningu nýs ljósleiðara á milli New Jersey og Chicago. Þetta var gert með miklum tilkostnaði þar sem allt kapp var lagt á að fara í beina línu, frekar en að sneiða framhjá fjöllum og öðrum hindrunum, til þess að spara nokkrar millisekúndur í tölvusamskiptum milli þessara staða. Með þessari nýju og beinu leið tókst að koma skilaboðum frá New Jersey til Chicago og til baka aftur á 13 millisekúndum en áður hafði það minnst tekið tæpar 15 millisekúndur um ljósleiðara og raunar oftast örlítið meira en það. Fjármálafyrirtæki reyndust reiðubúin að greiða stórfé fyrir aðgang að þessu mannvirki.

Ástæða þess að hægt er að hagnast svo mikið á hraðanum er mikil fjölgun markaða fyrir hlutabréf í Bandaríkjunum undanfarin ár. Bæði hefur kauphöllum fjölgað og einnig hafa sprottið upp nýir markaðir, yfirleitt kallaðir *dark pools*, sem e.t.v. mætti þýða sem myrkrakompur. Í myrkrakompunum er hægt að eiga viðskipti án þess að upplýsingar um þau verði sjálfkrafa opinber eins og gerist í kauphöllum. Þeir sem eru allra fljótastir að sjá fyrir og hagnýta sér hvernig verðsveiflur vegna stórra tilboða munu fyrirsjáanlega færast á milli markaða geta grætt á því. Bók Lewis fjallar fyrst og fremst um hlutabréfaviðskipti en sömu lögmál gilda um ýmis önnur viðskipti, með gjaldmiðla, skuldabréf, hrávörur, afleiður o.fl. og menn reyna því einnig að leika sama leik á mörkuðum fyrir þær eignir.

Almennt gildir í Bandaríkjunum, eins og raunar á Íslandi og öðrum Vesturlöndum, að afgreiða á tilboð um kaup og sölu á verðbréfum í þeirri röð sem þau berast. Sé það ekki gert, fjármálafyrirtæki t.d. troði eigin tilboði fram fyrir tilboð frá viðskiptavini, þá er það ólöglegt. Slík svik kallast á ensku *front running* sem þýða má sem biðraðahopp. Þegar þeir sem stunda hátíðniviðskipti gera slíkt hið sama hefur það hins vegar ekki talist ólöglegt, vegna þess að markaðirnir eru margir og hátíðnihákarlarnir notfæra sér upplýsingar frá einum markaði til að troða sér fremst í biðraðir á öðrum mörkuðum. Frá sjónarhóli þess sem gerir upphaflega tilboðið er tjónið fólgið í því að hann getur ekki keypt (eða selt) á því verði sem blasti við honum og öðrum markaðsaðilum þegar hann gerði tilboðið. Á þeim örfáu millisekúndum sem það tekur tilboðið að berast til hinna ýmsu markaða eru hátíðnihákarlarnir búnir að kaupa (eða selja) það sem hann ætlaði að kaupa (eða selja) og hagnast svo á að selja honum (eða kaupa af honum) á örlítið óhagstæðara verði.

Um fjöllun Lewis um þetta er ágæt og í þeim skilningi varpar bókin góðu ljósi á talsverðan galla á bandaríska hlutabréfamarkaðinum. Lewis bendir í raun á fátt sem aðrir höfðu ekki gert áður, t.d. Scott Patterson í bók sinni frá árinu 2012 *Dark Pools: The rise of A.I. trading machines and the looming threat to Wall Street*. Munurinn liggur helst í því að

Lewis tekst að ná til fleiri lesenda þótt bók Patterson hafi einnig vakið talsverða athygli og selst vel. Lewis tekst jafnframt að sannfæra marga lesendur um að það sé verið að snuða fjölda fólks um háar fjárhæðir. Það hefur aukið líkurnar á því að eftirlitsaðilar, svo sem fjármálaeftirlit eða lögregla, beiti sér gegn viðskiptum af þessum toga, eða að lögum verði breytt til að hindra þau. Tíminn mun leiða í ljós hver viðbrögð eftirlitsaðila og löggjafans verða.

Umræðan um hátíðniviðskipti er ekki bundin við Bandaríkin. Innan Evrópusambandsins hefur einnig verið til skoðunar hver áhrif hátíðniviðskipta eru á markaði. Þar hefur m.a. verið horft sérstaklega til áhrifanna á stöðugleika markaða. M.a. hefur verið til umræðu hvernig skattlagning gæti eytt hvata til skammtímastöðutöku á fjármálamörkuðum án þess að hindra stöðutöku til lengri tíma. Umræðan á Íslandi hefur verið sáralítill. Það er út af fyrir sig ekki skýtið, með gjaldeyrishöft, litla veltu á flestum mörkuðum, fáa þátttakendur og einungis eina innlenda kauphöll eru skilyrði fyrir hátíðniviðskiptum vart til staðar hérlendis, hvað svo sem síðar kann að verða.

Áhrif á stöðugleika

Bók Lewis fjallar aðeins stuttlega um áhrif hátíðniviðskipta á fjármálastöðugleika, einkum með því að vísa til stórfurðulegrar atburðarásar þann 6. maí 2010, hins svokallaða *flash crash*. Þá hrundi verð fjölmargra bandarískra hlutabréfa í nokkrar mínútur og jafnaði sig aftur nokkrum mínútum síðar. Kveikjan að þessu virðist hafa verið fremur lítilfjörleg viðskipti smásjóðs í Kansas sem settu af stað verðsveiflur sem hátíðniviðskipti mögnuðu á örskotsstundu svo að markaðir léku á reidiskjálfi. Dæmi voru um að verð hlutabréfa í stórum og vel stæðum fyrirtækjum færi niður í 0 eða hækkaði upp úr öllu valdi í stuttan tíma þennan dag.

Lewis dregur fram dökka mynd af bandaríska hlutabréfamarkaðinum og áhrifum hátíðniviðskipta á hann. Ýmsir aðrir hafa hins vegar bent á önnur jákvæðari áhrif breytinga á markaðinum undanfarin ár, m.a. að munur á kaup- og sölutilboðum hefur almennt minnkað. Þá hefur verið bent á að þótt hátíðniviðskipti séu orðin afar stór hluti heildarveltu með hlutabréf þá sé kostnaður samfélagsins vegna þeirra ekki ýkja há upphæð í hlutfalli við ýmsar aðrar stærðir í fjármálakerfinu. Það er raunar erfitt að leggja mat á heildarkostnað af hátíðniviðskiptum eða heildarhagnað þeirra sem stunda þessi viðskipti. Tölurnar virðast þó hlaupa á nokkrum milljörðum dala á ári. Það er sáralítið í hlutfalli við markaðsvirði þeirra eigna sem sýslað er með eða í samanburði við kostnaðar- og hagnaðartölur í bandarísku fjármálakerfi almennt. Líklega verða almennir smáir fjárfestar ekki einu sinni varir við áhrif hátíðniviðskiptanna. Þeirra viðskipti eru lítt áhugaverð fyrir hátíðnihákarlana og þóknanir sem smáir fjárfestar greiða fyrir sín viðskipti miklu hærri en sá verðmunur sem menn reyna að græða á í hátíðniviðskiptum. Smáir fjárfestar geta þó orðið fyrir einhverju tjóni ef þeir eiga hluti í stærri sjóðum sem verða fyrir bardinu á hátíðnihákörslunum.

Þegar á heildina er litið er þetta ágæt bók þótt hún sé ekki gallalaus. Lewis er ónákvæmur á köflum og dregur stundum upp helst til svart-hvíta mynd með því að viðra

einungis hluta þeirra sjónarmiða sem máli skipta. Bókin veur verðskuldaða athygli á ákveðnum skuggahliðum fjármálamarkaða sem full ástæða er til að gefa frekari gaum. Lewis tekst jafnframt að gæða söguna lífi með því að draga fram áhugaverðar persónur sem tengjast henni með ýmsum hætti.

