

ISSN 2071-4688

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ  
Журнал выходит 4 раза в месяц



# ФИНАНСЫ <sup>®</sup>

# и КРЕДИТ

---

Особенности и закономерности  
финансовых рынков

---

Тенденции развития межбанковских  
платежных систем

---

Внутрикорпоративные агентские конфликты:  
классификация

---

Финансовый контроллинг на предприятии

---

Исследование конкурентной среды  
кредитного учреждения

---

**10** (586) – 2014  
**МАРТ**

**ФИНАНСЫ и КРЕДИТ** <sup>®</sup> – является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

# ФИНАНСЫ и КРЕДИТ

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ  
**Журнал выходит 4 раза в месяц**  
**10 (586) – 2014 март**

**ПОДПИСКА ВО ВСЕХ ОТДЕЛЕНИЯХ СВЯЗИ**  
– индекс 71222 – каталог агентства «Роспечать»  
– индекс 45029 – каталог УФПС РФ «Пресса России»  
– индекс 34131 – каталог российской прессы «Почта России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала  
[www.elibrary.ru](http://www.elibrary.ru), [www.dilib.ru](http://www.dilib.ru)

Журнал зарегистрирован в Комитете Российской Федерации по печати.

Свидетельство о регистрации № 013007

**Учредители:**

АООТ «Фининнова»  
ТОО НПП «Ареал»

**Издатель:**

ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

**Главный редактор:**

В.А. Горохова

**Зам. главного редактора:**

В.В. Гаврилов, А.Ю. Садкус

**Редакционный совет:**

А.П. Балакина, доктор экономических наук, профессор  
В.П. Белянский, доктор экономических наук, профессор  
А.Я. Быстряков, доктор экономических наук, профессор  
Л.И. Гончаренко, доктор экономических наук, профессор  
М.В. Грязев, доктор технических наук, профессор  
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор  
В.Н. Едренова, доктор экономических наук, профессор  
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор,  
член-корреспондент РАН  
О.И. Лаврушин, доктор экономических наук, профессор  
Т.В. Парамонова, кандидат экономических наук,  
почетный доктор РЭА им. Г.В. Плеханова  
Г.Б. Поляк, доктор экономических наук, профессор  
В.М. Родионова, доктор экономических наук, профессор  
Л.А. Чалдаева, доктор экономических наук, профессор  
И.В. Шевченко, доктор экономических наук, профессор  
Н.Г. Щеголева, доктор экономических наук, профессор

**Верстка:** М.С. Гранильщикова

**Корректор:** А. М. Лейбович

Редакция журнала «Финансы и кредит»: 111401, Москва, а/я 10  
Телефон: (495) 989-96-10. Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>  
E-mail: [post@fin-izdat.ru](mailto:post@fin-izdat.ru)

© АООТ «Фининнова»

© ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 17.02.2014. Формат 60x90 1/8. Цена договорная.  
Объем 8,5 п.л. Тираж 10 200 экз. Отпечатано в ООО «КТК»,  
г. Красноармейск Московской обл. Тел. (496) 588-08-66.

Журнал рекомендован ВАК Минобрнауки России для публикации научных работ, отражающих основное научное содержание кандидатских и докторских диссертаций.

Журнал реферируется в ВИНТИ РАН.

Журнал включен в Российский индекс научного цитирования (РИНЦ).

**Статьи рецензируются.**

Перепечатка материалов и использование их в любой форме, в том числе и в электронных СМИ, возможны только с письменного разрешения редакции.

## СОДЕРЖАНИЕ

### ФИНАНСОВЫЙ РЫНОК

- Матковская Я.С.* Новый взгляд на природу финансовых рынков: преамбула инновационного подхода ..... 2  
*Толкаченко Г.Л., Головин А.О.* Мегарегулирование финансового рынка ..... 11  
*Ольховский В.А.* Современные тенденции развития межбанковских платежных систем ..... 18

### ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

- Шевченко И.В., Курузов М.В.* Внутрикорпоративные агентские конфликты и их классификация ..... 25  
*Мамий Е.А., Байбуртян М.А.* Операционные модели построения системы корпоративного финансового контроллинга на предприятии ..... 31

### БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

- Савельева Н.К.* Методология управления формами и методами ценовой и неценовой конкуренции ..... 36

### ФОНДОВЫЙ РЫНОК

- Дарушин И.А., Львова Н.А.* Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка ..... 42

### НАЛОГОВАЯ СИСТЕМА

- Исаев А.К., Погосян Р.Р., Карпова О.К.* Оптимизация организационной структуры налоговых органов ..... 51

### ФОРФЕЙТИНГ

- Хачпанов Г.В.* Исследование факторингового рынка и его положение как один из факторов развития форфейтинга ..... 63

**Точка зрения редакции не всегда совпадает с точкой зрения авторов публикуемых статей.**

## Финансовый рынок

УДК 336.012.23

### НОВЫЙ ВЗГЛЯД НА ПРИРОДУ ФИНАНСОВЫХ РЫНКОВ: ПРЕАМБУЛА ИННОВАЦИОННОГО ПОДХОДА

**Я. С. МАТКОВСКАЯ,**  
*доктор экономических наук,  
профессор кафедры мировой экономики  
и экономической теории  
E-mail: yana.s.matkovskaya@gmail.com  
Волгоградский государственный  
технический университет*

---

*Статья посвящена исследованию особенностей и закономерностей финансовых рынков. Традиционные теории, описывающие их природу, оказываются неспособными адекватно отображать поведение участников этих рынков в условиях увеличения количества игроков, анонимности биржевой торговли, практически полностью ставшей электронной. Предлагается гипотеза о роевой природе финансовых рынков, основанная на новых открытиях в биологии. Она состоит в том, что финансовый рынок представляет собой неоднородную по своей структуре систему коммуникаций, обеспечивающую общую направленность и предполагающую определенное информационное и пространственно-временное сочетание индивидуальных и коллективных моделей поведения.*

**Ключевые слова:** *финансовые рынки, биржа, финансовый рынок, поведение на финансовом рынке, рой, роевой подход, инновации, инновационный подход.*

---

Важность темы статьи обусловлена двумя аспектами. Во-первых, был проведен анализ особенностей финансового поведения, являющийся продолжением исследований особенностей потребительского поведения на B2B-рынках, подробно представленных в других работах [5, 6]. Во-вторых, в журнале «Наука в фокусе» был опубликован мате-

риал о новых данных, полученных биологами [3], которые не только позволяют развивать биномику, но создают условия для формирования инновационных знаний об особенностях современных финансовых рынков и методах биржевой торговли.

Конечно, представленное исследование во многом имеет дискуссионный характер, а некоторые его аспекты на первый взгляд тривиальны, но приведенная аргументация должна позволить переоценить традиционные представления о природе финансовых рынков и логике поведения их игроков.

**Гипотеза.** Большинство экономистов, изучающих финансовые рынки, идентифицируют поведение их игроков, применяя понятие «толпа». Возможно, до существования электронных бирж такая аналогия была уместна, но в условиях анонимности торговли, участия в ней все большего количества игроков она перестает быть адекватной реальности. Данное положение следует изменить. И сделать это можно, основываясь на последних открытиях в биологии о поведении роев животных. Но дело не столько в поиске аналогий, сколько в производительности «роевого подхода», способного улучшить качество анализа и прогнозирования поведения участников финансовых рынков.

Для начала попробуем взглянуть на финансовый рынок с маркетинговых объектно-субъектных позиций.

*Во-первых*, финансовый рынок представляется особым рынком, на котором выигрыш продавца или покупателя происходит за счет проигрыша другой стороны, что особенно характерно для вторичных рынков и рынков финансовых производных. Это отличает финансовые рынки от любых других рынков товаров и услуг, на которых каждый участник всегда получает выигрыш в виде блага или денег.

*Во-вторых*, рассматривая биржевые графики, и теории, и практики (эксперты, игроки) невольно забывают о том, что этот рынок неоднороден по субъектам, реализующим на нем свои интересы:

- по размерам;
- влиянию;
- полноте информации;
- степени рациональности поведения;
- скорости и обоснованности принятия инвестиционных решений и т. д.

В связи с этим финансовый рынок давно уже пора начать рассматривать не только с привычных точек зрения («быки» и «медведи», рост и падение, первичный и вторичный и т. д.), но и с учетом особенностей поведения его участников, т. е. как неоднородную совокупность субъектов – по величине и по типу инвесторов (частный, корпоративный, институциональный, посредник). Следует учитывать, что субъекты дифференцированы:

- по целям, способам принятия инвестиционных решений;
- по ориентирам, стратегиям, компетенциям;
- по имеющейся у них информации и стилям ее интерпретации;
- по степени рациональности.

Вызывает удивление, насколько различны данные параметры у маркет-мейкеров, у профессиональных и непрофессиональных, институциональных и неинституциональных игроков, а также у игроков, предпочитающих short или long. При этом следует учитывать и наличие «роботов», действия которых существенно отличаются по скорости и времени принятия решения о купле-продаже.

*В-третьих*, с точки зрения динамики на финансовом рынке всегда есть определенный тренд, но распределение на нем неравномерно. Имеются области с высокой концентрацией предложения и спроса в данный момент времени, и наоборот. Это, с одной стороны, характеризует волатильность отдельных объектов инвестиций, а с другой – определяет наличие индивидуальных и коллективных моделей поведения. Вследствие этого финансовый

рынок следует представлять как пространственно-временную субстанцию с неоднородной структурой и неравномерным распределением.

*В-четвертых*, на финансовом рынке важен не столько объект предложения, сколько потенциальный спрос на него. Более того, транзакционные издержки по перемещению капиталов между сегментами финансового рынка (валютный рынок, фондовый рынок) так малы, что капиталы перемещаются между сегментами следом за ликвидностью. Таким образом, в отличие от других рынков на финансовом рынке важна реакция рынка (поведение игроков), а не объекты купли-продажи. Это определяет как глубинные отличия финансового рынка от других рынков, так и справедливость существующей аналогии его функционирования с биологическим, а не механистическим миром. Но при этом общепринятое понятие «толпа» не совсем адекватно фактическому устройству современных финансовых рынков.

В связи с этим выдвигается гипотеза об аналогии финансового рынка и «роя», опираясь на открытия, сделанные современной биологией. Она предлагает понимать под финансовым рынком неоднородную по своей структуре систему коммуникаций, обеспечивающую общую направленность и предполагающую определенное информационное и пространственно-временное сочетание индивидуальных и коллективных моделей поведения.

Применение роевого подхода:

- целесообразно при исследовании финансовых рынков и работе на них;
- значимо для фундаментального и технического анализа, оценки текущих и прогнозирования будущих флуктуаций и трансформаций рынков.

В этом смысле знания, полученные из биологии, могут служить основой для формирования новых представлений о характере поведения на данном финансовом рынке в конкретный момент времени, что, на взгляд автора, впишется в концепцию биономики М. Ротшильда и дополнит методы работы на финансовых рынках инновационным инструментарием.

**Критика существующих представлений.**

Настаивая на смысловой дифференциации понятий «рой» и «толпа», отметим, что целесообразно исходить из системы представлений о сходстве поведения игроков на финансовых рынках и поведения «толпы», заложенной в работах известных ученых и практиков М. Фабера [12] и Р. Шиллера [17],

С. Московичи [7], Ч. Маккея [4], С. Сциниона [8], Дж. Шуровьевски [9]. С одной стороны, автор против такого отождествления, но с другой – следует обратить внимание на то, что многие ученые и практики, разделяющие эту позицию, основывались на исследовании двух противоположных процессов. Первый из них состоит в том, что индивиды, нацеливаясь на получение личной выгоды, прибегают к имитации (феномен «имитационного наслаждения»), стремятся к безопасности и становятся участниками некоего «группового мышления». Второй процесс имеет двойственный характер. Он означает последовательную смену процессов поляризации и консолидации. Первый обусловлен тем, что в любой толпе индивиды рано или поздно дифференцируются [15, 18]. Последующий процесс (консолидация), описываемый Т. Шеллингом [16] и М. Грановеттером [14], характеризует то, что в какой-то момент поведение индивидов в группах кардинально меняется по направлению: все начинают вести себя одинаково. Эта динамика хорошо объясняется теорией когнитивного диссонанса Л. Фестингера [13], доказывающей, что индивид не только видит разницу между наблюдаемым и выбранной стратегией, но еще и испытывает из-за этого дискомфорт.

Итак, можно сделать два вывода. Первый состоит в ценности идей ученых. При этом следует обратить особое внимание на значимость положений о мотивации к смене стратегии в условиях дискомфорта, что дополнительно аргументирует справедливость высказанной ранее идеи об ограниченной рациональности субъектов рынка [5, 6]. Второй вывод заключается в том, что понятие «толпа» в моральном плане давно себя дискредитировало, поскольку с ним связаны нелицеприятные ассоциации о безумстве, нерациональности, экстазированном поведении, лишенном моральности. Подробную группировку негативных представлений о «толпе» представила Е. Чиркова [10]. Но дело даже не в самом термине, а в игнорировании при исследовании финансовых рынков с позиции «толпы» факта наличия индивидуальности, хотя некоторыми учеными и устанавливается возможность существования рационального и атомизированного индивида.

Анализируя представления западных ученых о сходстве финансовых рынков и толпы, автор внимательно изучил историографию Е. Чирковой в работе «Анатомия финансового пузыря» [10] и

выражает благодарность ученой за ее вклад в их обзор, хотя данные аспекты рассматривает совсем в ином контексте.

Отмечая дискредитацию и методологическую неполноту понятия «толпа», нельзя в связи с этим не обратить внимания на концепцию «информационных каскадов» С. Бикчандани, Д. Хиршлейфера, И. Велча [11]. Перспективным выводом их теории является то, что поведение индивида определяется не только информацией, которой он располагает, но и информацией о поступках других. Однако, если приватная информация доступна другим, то это ведет к массовому повторению игры, т. е. все опять сводится к имитации.

Следовательно, представления об аналогии толпы и финансового рынка следует признать недостаточными для описания природы поведения его участников в современных условиях. Отсюда возникает необходимость конкретизировать моменты критики аналогии «финансового рынка» и «толпы». Кроме дискредитации понятия «толпа» еще раз обратим внимание на то, что оно не позволяет учитывать факта неоднородности субъектов рынка. В то же время толпа априори однородна и хаотична, а в некоторых случаях подразумевает следование курсу единственного лидера. Но на финансовых рынках совсем иная картина.

Во-первых, здесь присутствуют маркет-мейкеры, стремящиеся сохранить определенные тенденции.

Во-вторых, есть крупные и мелкие игроки с разными размерами инвестиций.

В-третьих, каждый из них располагает разной информацией и по-разному ее интерпретирует.

Кроме того, на рынке не может быть безоговорочного следования за лидером и однородности еще и потому, что это противоречит как целям игроков, стремящихся получить индивидуализированную прибыль, так и самой логике механизма цен.

Кстати, сравнение дилингового зала с толпой описывается в специализированных финансовых журналах [1]. Но таковых становится все меньше, а торговля является все более анонимной, хотя для игроков, готовых вносить дополнительную плату, электронные биржи предоставляют специальные сервисы.

Добавим, что сравнение финансового рынка и толпы зачастую основывается на аналогии с политическими акциями. Однако это неадекватно действительности, поскольку признать единство тех, кто

работает на финансовых рынках (в дилинговых залах и за офисным или домашним компьютером, являющихся субъектами этого рынка), можно, но единство совокупности лиц, непосредственно участвующих в демонстрации, и тех, кто наблюдает за ней (пусть и сочувствуя), проявляя активность только в онлайн-обсуждении данного политического события, признать никак нельзя. Очевидно, что последние (в отличие от первой совокупности) не являются частью того сообщества, которое вышло на улицу, чтобы выразить протест или согласие с каким-либо событием.

Когда сравнивают финансовые рынки и толпу, часто говорят об имитационном поведении. Конечно, это явление присутствует на рынках, но, *во-первых*, объектами имитации (вопреки распространенному мнению) не всегда выступают эксперты и аналитики. Это объясняется тем, что каким бы авторитетным ни был данный субъект:

- он далеко не всегда имеет равное доверие у всех участников рынка;
- его мнение не всегда доступно всем участникам;
- сам он не всегда является непосредственным участником торгов, а в худшем случае может просто спекулировать доверием к себе.

Тем не менее такое мнение может становиться объектом для имитации.

*Во-вторых*, фактически главными (хотя и латентными) объектами имитации становятся крупные игроки. Причем имитация здесь имеет характер выбора ориентиров для действий в пространственно-временной субстанции финансового рынка.

Если учитывать эту дифференциацию и построить соответствующую модель распределения, то финансовый рынок в каждый момент времени будет неравномерным пространством с областями повышенной и пониженной концентрации, где поведение крупных игроков, независимо от числа контрактов каждого из их числа, станет невольным объектом для имитации мелкими игроками. Эта «невольность» объясняется механизмом цен, и таких областей будет не меньше, чем видов активов и колебаний диапазонов цен на данном рынке в данный момент времени.

В этом смысле возможную ценность могла бы представлять идея информационных каскадов. Но и этот подход, несмотря на все его преимущества, имеет недостатки:

- функционирование информационных каскадов подразумевает последовательное поведение

субъектов, в то время как в реальных условиях у игроков такого временного ресурса нет;

- невозможно уследить за изменениями в отношении к тем или иным объектам инвестирования со стороны других;

– участники каскада видят, что именно делают контрагенты, но не знают их мотивов.

Дополняя рассуждения о неоднородности рынков и особенностях процесса принятия решений субъектов на нем, отметим, что игроки в разной степени рациональны, в то время как толпа (согласно общим представлениям) вообще иррациональна. Степень рациональности дифференцируется не только асимметрией информации, но и способом принятия инвестиционных решений. Она будет разной у крупных игроков, обремененных бюрократической системой, и у индивидов. Вместе с тем нельзя не учитывать существования «роботов», которые действуют согласно совершенно иной логике, обусловленной пределами максимума и минимума цены на тот или иной актив. Роботы не поддаются влиянию настроений, а реализуют лишь определенную стратегию, связанную с диапазоном колебания цены, заданным их автором. Таким образом, каждый субъект на финансовой рынке в разной степени рационален.

Еще один факт в пользу тезиса о неоднородности рынка состоит в том, что каждый игрок имеет индивидуальные мотивы, стиль и методы ведения биржевой игры. Думается, что здесь актуально сравнение с отпечатками пальцев, их неповторимостью для каждого отдельного субъекта рынка.

**Альтернативный подход.** В первую очередь отметим, что развитие роевого подхода стало возможным для исследования финансовых рынков только после появления новых данных о логике и природе роевого поведения, опубликованных в журнале «Наука в фокусе» в июле–августе 2013 г. [3]. Важно отметить, что как в английском, так и в русском языке существуют серьезные различия в понятиях «рой» и «толпа». Приведем несколько важных и новых выводов, значимых для исследования поведения участников финансового рынка [3].

*Первый вывод.* Рой представляет собой единый организм, который, объединяясь, достигает некоторой общей цели. Как отмечает Дж. Карлоуи: «... пчелы делают это, рыбы делают это, даже бактерии делают это. Все это – движения, ведущие себя особым, сложным образом. Они становятся единым сверхорганизмом, в котором целое значит большее,

чем сумма его составляющих» [3]. Разве не это же можно сказать о финансовом рынке.

*Второй вывод.* Новые методики воспроизведения изображения, позволяющие одновременно отслеживать большое количество отдельных существ в рое, новые статистические методы и программное обеспечение позволили биологам выяснить, каковы «правила» поведения роев, отличающие их от толпы:

- 1) различные стаи ведут себя по-разному, каждая из них имеет иерархию (в зависимости от ресурсов) и распределение ролей. Аналогично происходит и на финансовом рынке: кроме различий в поведении игроков на его различных сегментах (валютный рынок, первичный рынок, рынок облигаций, вторичный рынок, рынок фьючерсов, опционов и т. д.) есть особенности, определяемые рассмотренной неоднородностью его игроков;
- 2) в рое всегда есть те, кто первыми осваивают новое пространство, что характерно не только для млекопитающих, но и для насекомых, и даже бактерий. Выявлено, что некоторые участники роя передвигаются больше, некоторые – меньше. И на финансовом рынке есть те, кто первыми решаются на освоение новых стратегий, более активны. Часть участников работает только в позиции long, а часть – только в short («шортит»). Есть еще и «скальперы»;
- 3) внутри роя (стаи) сосуществуют индивидуальные и стадные модели поведения. Профессор Принстонского университета И. Кузен разработал компьютерную модель поведения саранчи и обнаружил, что эти насекомые объединяются в стаи только тогда, когда заканчивается продовольствие. Но саранча стремится не столько к новым полям с пищей, ею движет инстинкт самосохранения от каннибализма сородичей: представители этого вида срываются с места тогда, когда ощущают приближение «собратьев», т. е. движение помогает им не быть съеденными. Аналогий на финансовых рынках много, но особое внимание обратим на одно их специфическое качество: отличие в распределении выигрыша на финансовых рынках от других (рынков);
- 4) подсчитано, что каждый скворец в стае может отслеживать движение семи своих сородичей, а человек может удержать в своей памяти (как установили исследователи социальных сетей)

до 150 социальных связей (число Данбара). Аналогия с финансовым рынком состоит в том, что любой его игрок скорее прибегнет к испытанным и привычным ориентирам, чем воспользуется новыми. Ведь куплю (продажу) на рынке он ведет каждый рабочей день, что не позволяет ему ежедневно изменять стратегию. Жаль, конечно, что такое число пока не определено именно для финансового рынка, хотя и известно, что каждый его участник выбирает свою комбинацию индикаторов и источников, на прогнозы которых и ориентируется. Современный технический анализ предлагает значительное число таких индикаторов. Вместе с тем роевой подход и должен, на взгляд автора, позволить выявить такое число или период.

Анализируя новые данные о закономерностях поведения роя, отметим, что Дж. Карлоуи делает важный, хотя, по мнению автора, достаточно спорный вывод о том, что в отличие от пчел и бактерий люди не эволюционировали для жизни в больших группах. Если удастся понять суть группового поведения, то можно внести исправления, если что-то пойдет не так [3]. Будучи психологом по образованию, Карлоуи не смог оценить значимость открытий о поведении роя, предложив использовать его при формировании способов эвакуации из зданий. Конечно, это очень важное направление, но гораздо более перспективно применение для изучения и работы на финансовых рынках.

Прежде чем перейти к обоснованию значимости роевого подхода, надо отметить инновационность данных открытий о рое. Еще недавно считалось, что рой является хаотичной субстанцией, не имеющей общей коллективной цели и тем более не представляющей собой сверхорганизм. Именно такие идеи выдвигались в известной работе Дж. А. Эдвардса «Эффект роения и будущее войны», которая в 2005 г. была представлена в Высшей школе имени Фредерика Парди. Не располагая еще новой информацией о феномене роения животных, ученый доказывал, что рой (как и толпа) – неуправляем. Аналогично описывал рой и профессор Стэнфордского университета Х. У. Гумбрехт, отмечавший, что пчелиный рой как субстанция находится в движении, «...его базовая форма довольно четко очерчена и неизменна. А птичья стаи, по контрасту, похожи на ленточки, которые треплет ветер. Их подвижная форма легко меняется по всем трем измерениям...» [2], но не движется в целом по какой-либо траектории.