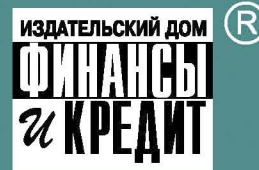


ISSN 2071-4688

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ

Журнал выходит 4 раза в месяц



ФИНАНСЫ [®]

И КРЕДИТ

Преимущества и недостатки основных инноваций
на фондовом рынке

Теоретические основы банковской конкуренции
и конкурентоспособности банковской среды

Зона единой валюты в рамках ЕврАзЭС:
проблемы и пути их решения

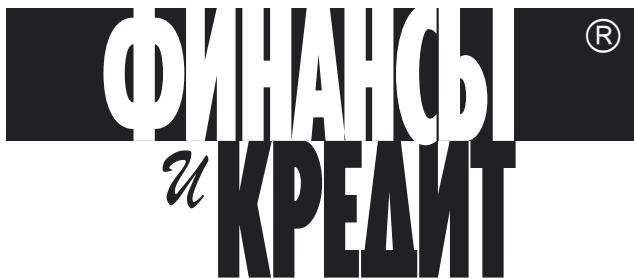
Итальянская школа финансов
и ее значение для экономики России



6 (630) — 2015
ФЕВРАЛЬ

ФИНАНСЫ И КРЕДИТ [®] — является зарегистрированным товарным знаком

<http://www.fin-izdat.ru> e-mail: post@fin-izdat.ru



ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

СОДЕРЖАНИЕ

ФОНДОВЫЙ РЫНОК

Соколов Б.И., Новожилов Я.П. Инновационные решения классических проблем торговли на фондовом рынке 2

БАНКОВСКОЕ ДЕЛО

Канаев А.В., Канаева О.А. Исторические корни устойчивого банкинга..... 16
Эзрох Ю.С. Современная теория банковской конкуренции и конкурентности банковской среды..... 27

МЕЖДУНАРОДНЫЕ ФИНАНСЫ

Сухарев А.Н., Голубев А.А. Проблемы введения единой валюты в Евразийском экономическом сообществе 40

СТРАНИЦЫ ИСТОРИИ

Пешина Э.В., Стрекалова А.А. Развитие мировой науки финансов: вклад итальянской школы XIX — первой половины XX в. 48

НАУЧНО-ПРАКТИЧЕСКИЙ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЙ ЖУРНАЛ
Журнал выходит 4 раза в месяц
6 (630) – 2015 февраль

ПОДПИСКА ВО ВСЕХ ОТДЕЛЕНИЯХ СВЯЗИ
– индекс 71222 – каталог агентства «Роспечать»
– индекс 45029 – каталог УФПС РФ «Пресса России»

Доступ и подписка на электронную версию журнала
www.elibrary.ru, 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. Цветков, доктор экономических наук, профессор,
член-корреспондент РАН

Зам. главного редактора:
В.В. Гаврилов, С.Н. Голда, Ю.В. Горбачева

Редакционный совет:
А.М. Батьковский, доктор экономических наук
Л.И. Гончаренко, доктор экономических наук, профессор
А.В. Гукова, доктор экономических наук, профессор
А.З. Дадашев, доктор экономических наук, профессор
О.Г. Дмитриева, доктор экономических наук, профессор
В.Н. Едророва, доктор экономических наук, профессор
Г.Б. Клейнер, доктор экономических наук, профессор
В.Н. Костюк, доктор экономических наук, профессор
О.П. Овчинникова, доктор экономических наук, профессор
С.В. Ратнер, доктор экономических наук
А.Н. Сухарев, доктор экономических наук
Е.А. Федорова, доктор экономических наук
И.В. Шевченко, доктор экономических наук, профессор
Н.Г. Щеголева, доктор экономических наук, профессор
С.Н. Яшин, доктор экономических наук, профессор

Верстка: Н.И. Бранделис
Корректор: А.М. Лейбович

Редакция журнала «Финансы и кредит»: 111401, Москва, а/я 10
Тел.: +7 (495) 989-96-10. Адрес в Internet: <http://www.fin-izdat.ru>
E-mail: post@fin-izdat.ru

© АООТ «Фининнова»
© ООО «ИЦ «Финансы и Кредит»

Подписано в печать 26.01.2015. Формат 60x90 1/8. Цена договорная.
Объем 7,75 п.л. Тираж 1 200 экз. Отпечатано в ООО «КТК»,
г. Красноармейск Московской обл. Тел.: +7 (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.

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

FINANCE & CREDIT

ANALYTICAL AND PRACTICAL JOURNAL

4 issues per month

6 (630), February, 2015

SUBSCRIPTION AVAILABLE:

Subscription at all post offices

- index 71222 – catalog of Rospechat Agency
- index 45029 – catalog of Federal Department of Postal Service of Russian Federation Pressa Rossii

Access and subscription to electronic version – www.elibrary.ru

Registration certificate № 013007 by the Committee of the Russian Federation on Press.

Founded by:

Fininnova JSC, Areal, Ltd.

Published by:

Information center Finance and Credit, Ltd.

Editor-in-chief:

Valerii A. Tsvetkov

Deputy editors:

Vladimir V. Gavrilov,
Sergei N. Golda, Yuliya V. Gorbacheva

Editorial council:

Aleksandr M. Bat'kovskii, *Central Research Institute of Economics, Control Systems and Information, Moscow*

Lyubov' I. Goncharenko, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Al'bina V. Gukova, *Volgograd State Univ., Volgograd*

Alikhan Z. Dadashev, *Academy of Public Administration, Moscow*

Oksana G. Dmitrieva, *State Duma of Federal Assembly of Russian Federation, Moscow*

Valentina N. Edronova, *Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod – National Research Univ., Nizhny Novgorod*

Georgii B. Kleiner, *Central Economics and Mathematics Institute, RAS, Moscow*

Vladimir N. Kostyuk, *Institute for Systems Analysis, RAS, Moscow*

Oksana P. Ovchinnikova, *Russian Presidential Academy of National Economy and Public Administration, Moscow*

Svetlana V. Ratner, *Trapeznikov Institute of Control Sciences, RAS, Moscow*

Aleksandr N. Sukharev, *Tver State Univ., Tver*

Elena A. Fedorova, *Financial Univ. under RF Govt, Moscow*

Igor' V. Shevchenko, *Kuban State Univ., Krasnodar*

Natal'ya G. Shchegoleva, *Moscow Financial and Industrial Academy, Moscow*

Sergei N. Yashin, *Lobachevsky State Univ. of Nizhny Novgorod – National Research Univ., Nizhny Novgorod*

Design: Natalia I. Brandelis

Corrector: Alla M. Leibovich

Editorial contacts:

Mail address 111401, P.O. Box 10, Moscow, Russia

Telephone +7 (495) 9899610

E-mail post@fin-izdat.ru, Website www.fin-izdat.ru

© **Fininnova JSC**

© **Information center Finance and Credit, Ltd.**

Signed to print 26.01.2015. Format 60x90 1/8. Circulation 1 200. Volume 7,75 printer's sheets. Printed by KTK, Ltd., Krasnoarmeisk, Moscow region. Telephone +7 (496) 5800866.

The journal is recommended by VAK (the Higher Attestation Commission) of the Ministry of Education and Science of the Russian Federation to publish scientific works encompassing the basic matters of the MPhil and DPhil theses. The journal is reviewed by the VINITI of the Russian Academy of Sciences.

The journal is indexed in the Russian Science Citation Index Database.

All articles are peer-reviewed.

ISSN 2311-8709 (Online), ISSN 2071-4688 (Print)

CONTENTS

STOCK MARKET

Sokolov B.I., Novozhilov Ya.P. Innovative solutions to classical problems of trade in the stock market 2

BANKING

Kanaev A.V., Kanaeva O.A. The historical roots of sustainable banking 16
Ezrokh Yu.S. The modern theory of banking competition and competitive banking environment 27

INTERNATIONAL FINANCE

Sukharev A.N., Golubev A.A. Problems of introducing a single currency in the Eurasian economic community 40

CHAPTER OF HISTORY

Peshina E.V., Strekalova A.A. Development of world science of finances: the contribution of the Italian school of the 19th and first half of the 20th century 48

This publication may not be reproduced in any form without permission.
Not responsible for the authors' personal views in the published articles.
All rights reserved.
Printed in the Russian Federation.

УДК 336.76:005.8

**ИННОВАЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ
КЛАССИЧЕСКИХ ПРОБЛЕМ
ТОРГОВЛИ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Б.И. СОКОЛОВ,
доктор экономических наук,
профессор кафедры теории
кредита и финансового менеджмента
E-mail: bisokolov@yandex.ru

Я.П. НОВОЖИЛОВ,
аспирант кафедры теории
кредита и финансового менеджмента
E-mail: novozhilov.james@gmail.com

Санкт-Петербургский государственный университет

В статье даны характеристики основных инноваций на фондовом рынке США, раскрыты их преимущества и недостатки для трейдеров. Предметом исследования был вопрос о том, как инновации решают классические проблемы торговли на фондовом рынке. Отмечено, что под классическими проблемами трейдеров понимаются те вызовы, на которые они отвечали с момента появления рынка акций: минимизация издержек, ликвидность рынка и информация о торговых стратегиях.

Раскрыты важнейшие изменения, произошедшие с начала XXI в. на фондовом рынке США, проведен сравнительный анализ по отношению к состоянию рынка акций в России, оценены его перспективы. Методика исследования строилась на изучении научных статей и статистической информации по теме инноваций фондовой торговли. На основе сведений, полученных из открытых информационных источников, обобщены данные о внедренных или планируемых к внедрению технологиях на рынке акций в России. Результатом исследования стала количественная и качественная оценки влияния новых технологий фондовой торговли на рынок ценных бумаг. Областью применения полученных результатов может стать экстраполяция опыта США на российский

фондовый рынок. В частности, в случае изменения архитектуры фондового рынка в РФ и его дальнейшей либерализации в ближайшие годы американский опыт будет полезен в плане преодоления трудностей при внедрении инноваций.

Сделан вывод о том, что новые технологии торговли на фондовом рынке позволили увеличить скорость отклика, сузить спреда и снизить комиссии торговли.

Ключевые слова: фондовый рынок, ценные бумаги, опережающая торговля, опора на котировки, темные пулы, индикаторы интереса, действительные индикаторы интереса, NASDAQ, POSIT, Liquidnet, алготрейдинг, проприетарный трейдинг, колокация

Природа инноваций на фондовом рынке. Рынок ценных бумаг значительно изменился в начале XXI в. под влиянием глобальных средств коммуникационного общения. Развитие технологий постепенно трансформировало классический рынок, опосредованный людьми, в рынок, насыщенный компьютерами, с минимальным человеческим вза-

имодействием или контролем в реальном времени. Резко выросли возможности обмена информацией [13, 14]. Электронные коммуникации сократили время отклика до миллисекунд и даже долей миллисекунд, тем самым увеличив глобальную конкуренцию между площадками. Однако в учебных пособиях все еще пишут о залах фондовых бирж, в которых торгуют дилеры и брокеры, используются «сигналы, передаваемые жестами рук» [5], либо скупом отмечается, что «... открытый биржевой торг, требующий физического присутствия его участников, заменяется компьютерным» [12].

Проследить последствия глобальных технологических и информационных инноваций интереснее всего на примере фондового рынка США, поскольку эта страна в сфере торговли ценными бумагами — общепризнанный лидер. Она «открывает горизонты» для периферии: «... американский рынок акций стал к настоящему моменту практически полностью электронным. Голосовые торги не выдерживают конкуренции — доля торгов «на полу» резко сокращается и демонстрируется посетителям как экзотический экспонат из далекого прошлого» [1]. Сейчас доминанта фондового рынка — это торговля безбумажных ценных бумаг компьютерными программами на цифровые деньги.

Следует отметить, что введение таких инновационных стратегий, как проприетарный трейдинг (предоставление дилерами ликвидности на рынок через высокочастотные электронные системы) и алгоритмический трейдинг (автоматизированный, основанный на математических моделях), снизило издержки для игроков по всему миру. В ногу с техническими изменениями шло и законодательство. Оно также существенно модифицировалось. Положения о национальной рыночной системе (NMS) сняли барьеры для электронной торговли, тем самым увеличив конкуренцию на финансовых рынках. Появилось множество новых торговых платформ, применявшихся ранее на биржах и включающих в себя различные модели.

Изменения в законодательстве США, а также принятые меры по улучшению инфраструктуры и регулированию инновационных торговых систем за последние 15 лет достаточно широко раскрывались в зарубежных работах [16–22, 25]. Но в российской экономической литературе имеется крайне мало публикаций по проблемам развития технологий на фондовом рынке. В частности, лишь в нескольких статьях упоминаются современные технологии на

рынке ценных бумаг [2, 3, 4, 6, 7, 9, 15]. В этих же работах дано описание международного опыта инноваций в трейдинге. Что же касается российского рынка, то применительно к нему делается вывод о том, что внедрение подобных технологий — дело будущего. При этом отсутствие многих новаций в области торговых систем российского фондового рынка справедливо увязывают с общим недостаточным уровнем его развития. Следует отметить и то, что раскрытие содержания новых явлений всегда сопряжено с терминологическими трудностями, отсутствием необходимого понятийного аппарата.

Эффекты инновационных изменений трейдинга. Трейдеры сейчас принимают те же вызовы, что и всегда:

- минимизация общих торговых издержек, включая комиссии;
- спреды спроса/предложения;
- утечка информации.

Они ищут пути, чтобы снизить транзакционные издержки, включая комиссии, торговые спреды и влияние рынка. Покупатели и продавцы должны найти друг друга и договориться о цене. Они стремятся избежать торговли с более информированным игроком, чтобы уклониться от затрат вследствие нахождения на не той стороне сделки.

Большие институциональные игроки не могут широко распространяться о своем торговом интересе при блочном трейдинге. Беспорядочное распространение информации повышает издержки их торгов, отпугивая контрагентов и привлекая трейдеров, использующих опережающую торговлю, и других игроков, которые могут заработать на данных сведениях за счет потерь крупного игрока.

Однако ранее трейдеры привыкли решать эти проблемы в торговых залах. В настоящее время новые компьютерные и телекоммуникационные технологии позволяют действовать в системах электронной торговли с существенно меньшими затратами. Например, крупные трейдеры использовали брокеров торгового зала, чтобы скрыть полный размер их заявок. Брокеры показывали размер заявки только тем трейдерам, которым они доверяли и которые не использовали эти сведения недобросовестно. Сейчас большие игроки задействуют возможности скрытых заявок электронных бирж и «темные пулы» для контроля за раскрытием их заявок. Данные средства более надежны, чем брокеры торгового зала, и намного дешевле. Традиционный торговый зал

Нью-Йоркской фондовой биржи был предвестником нынешних электронных «темных пулов», которые распространяют информацию только среди доверенных трейдеров.

Для защиты информации о потоке заявок многие биржи и ECNs (электронные сети коммуникаций) создали возможность скрывать приказы. В зависимости от типа заявки трейдеры могут полностью или частично скрыть ее размер и раскрыть размер приказа по цене, полностью или частично далекой от рынка (дискреционный приказ).

Трейдеры в поисках ликвидности способны раскрыть объем заявки только при исполнении заявки по представленной цене: если более крупная сделка пройдет, значит, скрытый приказ представлен. Таким образом, многие трейдеры «пингуют» (частотно проверяют) рынок небольшими заявками, чтобы обнаружить скрытую ликвидность. Во избежание обнаружения крупные трейдеры, предоставляющие ликвидность, устанавливают входной лимит для встречной заявки.

Крупные игроки, которые ищут скрытую ликвидность и не хотят, чтобы об их поисках стало известно, подают заявку «немедленно исполнить или отменить» (immediate or cancel order, IOC). Данная тактика эффективна, поскольку время отклика у многих торговых систем меньше миллисекунды.

Трейдинг усложняется несколькими проблемами.

Первая (и самая очевидная) состоит в том, что покупатели должны найти продавцов, а продавцы покупателей.

Вторая проблема заключается в том, что трейдеры не стремятся торговать с информированными игроками, чтобы избежать потерь, типичных для таких сделок.

Наконец, третья состоит в том, что игроки, стремясь исполнить крупные заявки, должны решить несколько задач, для того чтобы удостовериться в получении лучшей цены по их сделкам. К ним относятся опережающая торговля (front-running) и опора на котировки (quote-matching).

Опережающая торговля — это незаконная практика покупки брокером ценной бумаги для себя, а затем выполнение крупного приказа клиента о покупке бумаг (в результате чего цены повышаются). Существует также неэтичная биржевая практика, при которой дилер, располагающий информацией о предстоящей крупной операции, которая наверняка повлияет на курс ценной бумаги, заранее заключает

опционную сделку на данные бумаги для получения прибыли от изменения.

Опора на котировки означает, что торговец действует исключительно на бирже: имея информацию (зачастую — общедоступную) о поступающей или поступившей на биржу крупной лимитной заявке, он выставляет свою заявку той же направленности (например, на покупку) по цене, несколько большей (обычно на «тик», tick), чем указанная в крупной лимитной заявке. Далее в оперативном режиме выставляется биржевая заявка на продажу. При этом:

— если цена возрастет, то торговец получит прибыль вследствие продажи по цене, большей, чем цена покупки;

— если цена упадет, то торговец получит предсказуемый минимальный убыток, поскольку его заявка будет исполнена против «опережаемой» заявки [6].

Новые технологии — компьютерные, и связи, позволили биржам, брокерам, дилерам и альтернативным трейдинговым системам найти инновационные решения классических торговых проблем.

Подача торговых приказов. В первую очередь нововведения в электронных коммуникациях и компьютерных технологиях снизили издержки поиска ликвидности на биржах и в других торговых системах.

Главным преимуществом, которое предоставили новые технологии, был удаленный доступ. Трейдеры, находившиеся за пределами биржи, могли быстро выставлять заявки посредством телеграфа, телефона, а сейчас — компьютерных сетей. Такие коммуникационные технологии позволили инвесторам, находящимся вне биржи, свободно участвовать в поиске ликвидности и оперативно узнавать статус их ордеров.

Внедрение тикерной ленты, а потом и ее цифрового аналога позволило удаленным трейдерам определять, справедливо ли исполняют их заявки на бирже брокеры. С такой информацией игроки могли выставлять заявки на удаленных биржах, не боясь быть обманутыми.

Прогресс в телекоммуникационных технологиях основательно снизил количество бирж, поскольку инвесторы значительно увеличили поток заявок на крупные рынки, где вероятность встретить контрагента выше. Транзакционные издержки снизились, а объемы торговли выросли по мере того, как покупателям и продавцам стало легче находить друг

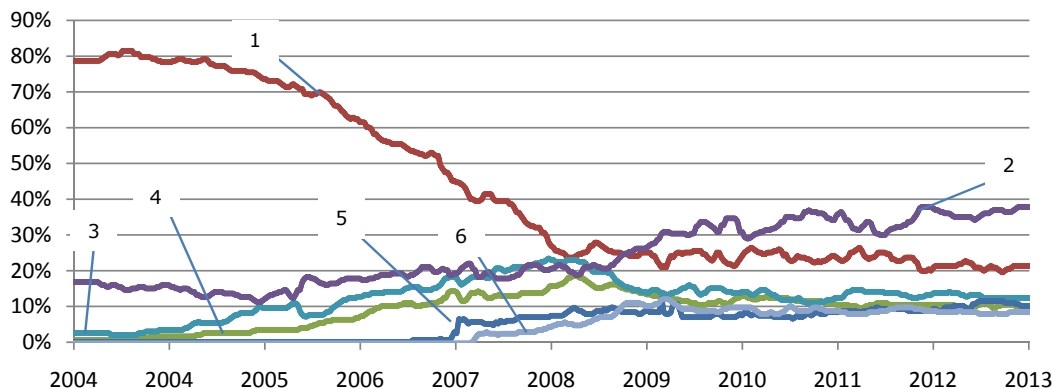


Рис. 1. Распределение торгов акциями с первичным листингом на NYSE по площадкам в 2004–2013 гг. [17, 23]:
1 — NYSE; 2 — другие площадки; 3 — NasdaqOMX Group; 4 — NYSE-Arca; 5 — BATS; 6 — DirectEdge

друга, выставляя ордера через брокеров и дилеров этажа. Поток заявок консолидировался вплоть до того, что NYSE и AMEX заняли рыночную долю в 90% и более. Региональные биржи сливались, но успешно конкурировать им никогда не удавалось. Множество маленьких бирж закрылось.

По мере развития технологий консолидированные ленты котировок, подмандатные SEC и продаваемые различными поставщиками информации, позволили удаленным трейдерам практически немедленно узнавать публикуемые биржевыми специалистами котировки, а позже — и размеры заявок по лучшей цене спроса и предложения. С такой лентой трейдеры могли легко определять, какая площадка предлагает наилучшие торговые возможности. На первый взгляд, возможности лент котировок должны были усиливать конкуренцию среди бирж, потому что трейдеры могли легко направлять заявки на рынок с наилучшими условиями. Однако эти ленты адекватно не предоставляли всей релевантной информации о торговых возможностях на бирже, и в частности на доминантных биржах. Информация о котировках была неполной по двум причинам.

Во-первых, публиковались только лучшие цены спроса и предложения, тогда как трейдеры этажа могли видеть очередь заявок за этими ценами.

Во-вторых, многие трейдеры не озвучивали заявки, которые биржа может распространять. Взамен крупные трейдеры обычно поручали свои заявки брокерам этажа, которые раскрывали их другим трейдерам этажа биржи на выборочной основе.

В результате для большинства бай-сайд-трейдеров первичные биржи остались предпочтительнее.

Следует напомнить, что SEC разработала ITS — систему маршрутизации заявок, чтобы со-

единить биржи в Национальную торговую систему (National Market System, NMS). В связи с правилом, запрещающим торговать через котировки NMS, ITS задумывалась для того, чтобы облегчить поиск лучшей цены и способствовать конкуренции между биржами. На практике ITS не достигла своих целей, так как она работала неторопливо (операторы вводили заявки вручную), и дилеры не могли ответить на заявку немедленно. Подобные проблемы с ITS гарантировали, что большинство дилеров продолжало выставлять ордера на первичный листинговый рынок.

На внебиржевых рынках, которые котируют нелистинговые бумаги, дилеры связывались друг с другом по телефону на предмет заключения сделки. NASD создало NASDAQ как автоматическую котировочную систему, чтобы помочь дилерам в поиске лучшей цены. Со временем система развилась в биржу, которая обслуживает книги заявок и автоматически исполняет сделки.

Доля торгов акциями с первичным листингом на NYSE значительно снизилась за последние десять лет непосредственно на самой биржевой площадке с последующим принятием регулятивов NMS в 2005 г. Активность на других площадках, напротив, увеличилась, в том числе и на внебиржевом рынке (см. «другие» на рис. 1). Данный рынок включает в себя международных дилеров и торговлю в темных пулах.

Сети электронных коммуникаций (ECNs). Инновационные системы брокериджа — Instinet и Island, создали альтернативную торговую систему — Electronic Communication Networks (Сети электронных коммуникаций ECNs) для сбора и обработки заявок клиентов в автоматическом ре-