

**ИЗМЕНЕНИЕ ПАРАДИГМЫ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ НА ФОНДОВОМ РЫНКЕ**

Семенкова Елена Вадимовна

Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, Стремянный пер., 36, Москва, 117997, Россия

E-mail: vadimovna1231955@mail.ru

*Цель: исследовать влияние операций неквалифицированных инвесторов на процессы формирования цены на фондовом рынке в новой реальности финансового рынка в России, оценить релевантность теории эффективных рынков в условиях резкого увеличения иррациональных инвесторов (неквалифицированных инвесторов).*

*Используются методы логического умозаключения, выборки и группировки информации, анализ и обобщение.*

*Представлено авторское видение влияния операций иррациональных инвесторов на процессы ценообразования на фондовом рынке. Рассмотрено применение основных положений гипотезы эффективных рынков в современных условиях. Обоснована целесообразность использования модели «шумовой торговли» при прогнозировании цен на отечественном рынке ценных бумаг.*

*Сформулированы факторы изменения теоретической модели ценообразования на российском фондовом рынке в условиях массового притока неквалифицированных инвесторов. Для исследования процесса ценообразования на отечественном рынке ценных бумаг в современных условиях предложена теория «шумовой торговли». Результаты исследования могут использоваться для анализа рыночных трендов, поведенческих моделей на российском фондовом рынке.*

**Ключевые слова:** справедливое ценообразование, рациональные и иррациональные инвесторы, гипотеза эффективности рынка, неквалифицированные инвесторы, теория шумовой торговли.

**CHANGE OF THE PARADIGM OF PRICING IN THE STOCK MARKET**

Semenkova Elena V.

Plekhanov Russian University of Economics, Stremyanny lane, 36, Moscow, 101000, Russia

E-mail: vadimovna1231955@mail.ru

*The Purpose: Examine the influence of unqualified investors' operations on pricing processes in current conditions of the Russian securities market, to assess the reliability of the efficient market theory in terms of a massive influx of irrational investors (unqualified investors).*

*The current study applied approaches of logical inference, selection and grouping information, and data analysis and generalization.*

*The current study presents an author's vision about the influence of irrational investors' operations on a pricing process in the securities market. Also, it considers the application of the main provisions of the efficient market hypothesis in current conditions.*

*Furthermore, the current study substantiates the expediency of using the «noise trading» model for forecasting prices on the domestic securities market.*

*The current study formulates a theoretical dynamic pricing model for the Russian securities market in terms of a massive influx of unqualified investors. in modern conditions, to explain the pricing process in the domestic securities market we propose using the "noise trading" theory. This result can be used to analyze trends and behavioral patterns in the Russian securities market.*

**Keywords:** fair pricing, rational and irrational investors, market efficiency hypothesis, unskilled investors, noise trading theory.

**Для цитирования:**

Семенкова Е.В. Изменение парадигмы ценообразования на фондовом рынке. Известия высших учебных заведений. Серия «Экономика, финансы и управление производством». № 01(47). 2021. С. 51-56. DOI 10.6060/ivecofin.20214701.516

**For citation:**

Semenkova E.V. Change of the paradigm of pricing in the stock market. News Of Higher Educational Institutions. Series «Economy, Finance And Production Management» № 01(47). 2021. С. 51-56. DOI 10.6060/ivecofin.20214701.516 (in Russian)

### Введение

Ответ на вопрос, как и в результате воздействия каких факторов изменяется цена на фондовом рынке остаётся дискуссионным на протяжении всей истории его развития. Особенно остро этот вопрос обсуждается в период коренных изменений на рынке ценных бумаг. Сегодня таким изменением является уже сформировавшийся на рынке тренд инвестирования в ценные бумаги, в том числе в акции, накоплений и сбережений неквалифицированных инвесторов. В статье исследуется вопрос может ли это повлиять на изменение парадигмы ценообразования на российском фондовом рынке и будет ли использование гипотезы эффективных рынков релевантным при выборе инструментов и моделей его анализа.

### Материалы и методы

Под воздействием факторов фундаментального характера на отечественном финансовом рынке происходят изменения, формирующие новую реальность инвестирования.

Первым фактором является стабилизация ключевой ставки и её синхронизация с уровнем инфляции (*прим. Совет директоров Банка России определяет уровень ключевой ставки восемь раз в год*). Если проанализировать динамику ключевой ставки как базового инструмента денежно-кредитной политики с момента её введения 13 сен-

тября 2013 года до сегодняшнего дня, то очевидно, что её высокая волатильность сопровождалась как конвергенцией, так и дивергенцией с уровнем инфляции. С начала 2021 года ключевая ставка составляет 4,25%. На графике видно, что значение ключевой ставки в большинстве временных горизонтов превышает инфляцию [18], создавая благоприятные инвестиционные условия (рис. 1).

Очевидно, что в отдельные периоды на российском фондовом рынке складывались уникальные условия, которые позволяли получать практически безрискового дохода. На сегодняшней день ключевая ставка 4,25%. (с 27 июля 2020 года - по 12 февраля 2021 года) и по данным ЦБ РФ годовая инфляция составила 4,4% [14]. С учетом низкой базы прошлого года это обусловит вероятное дальнейшее некоторое повышение годовой инфляции вплоть до середины первого полугодия 2021 года. Совершенно очевидно, что тенденция к дальнейшей конвергенции ключевой ставке и инфляции порождает на финансовом рынке аппетит к риску и в результате на финансовом рынке происходят изменения. Низкие процентные ставки в сочетании с превышающий эти ставки инфляцией формируют новую реальность инвестирования: на рынок приходит инвестиционный капитал неквалифицированных инвесторов.



**Рисунок 1. Связь между ежемесячной инфляцией, и ключевой ставкой ЦБ РФ [12, 13]**  
**Figure 1. The relationship between monthly inflation and the key rate of the Central Bank of the Russian Federation [12, 13]**

Ещё одной причиной изменения ландшафта инвестиционного рынка в России является введение налогообложения процентов по вкладам физических лиц в коммерческих банках. Руководствуясь принципами справедливого налогообложения, с 2021 года для владельцев вкладов установлен налог на получаемый ими процентный

доход. Ставка налога равна ставке налога на доходы физических лиц (НДФЛ), то есть 13 %, а вот объект налогообложения – это доходы граждан в виде процентов по вкладам (остаткам на счетах) в российских банках, превышающим необлагаемый процентный доход. Необлагаемый процентный доход — это средний процентный доход за год по

вкладу в размере 1 млн рублей [15]. Несомненно, эти изменения в налоговом кодексе будут способствовать переливу сбережений с вкладов на фондовый рынок частных лиц - неквалифицированных инвесторов.

Можно предполагать, что и ограничительные меры в связи с распространением COVID-19, повлияли на спрос и ограничили текущее потребление, и в связи с этим произошло увеличение сбережений активно работающих слоев граждан. Им была предложена инвестиционно привлекательная альтернатива вкладу – ин-

дивидуальные инвестиционные счета, которые использовались неквалифицированными инвесторами для инвестирования временно свободных денежных средств. Введение новых механизмов инвестирования - индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) привело к тому, что на конец 2018 года их насчитывалось 597 тысяч счетов (рис. 2). Миллионный ИИС был зарегистрирован на Московской бирже в августе 2019 года, а в декабре 2019 года количество открытых ИИС уже достигло 1,5 млн [16].



Рисунок 2. Изменение количества открытых счетов индивидуальных инвестиционных счетов [16]  
Figure 2. Change in the number of open accounts of individual investment accounts [16]



Рисунок 3. Фундаментальные факторы увеличения доли неквалифицированных инвесторов на отечественном рынке ценных бумаг (составлено автором)  
Figure 3. Fundamental factors of increasing the share of unqualified investors on the domestic securities market (compiled by the author)

Ещё одним фактором на российском финансовом рынке в конце ноября преобладали позитивные тенденции из-за увеличения глобального аппетита к риску на фоне прошедших выборов в США и положительных новостей о разработке вакцин. В обобщенном виде фундаментальные факторы притока неквалифицированных инвесторов на фондовый рынок России можно представить в виде рисунка 3.

В совокупности эти факторы привели к росту индекса Московской биржи за 2020 года на 6,7% с учетом воздействия таких фундаментальных факторов как мартовский обвал из-за падения цен на нефть и локдаунов по всему миру на фоне распространения коронавируса. Основные причины роста котировок фондового рынка - приток капитала неквалифицированных инвесторов на волне снижения процентных ставок и других факторов.

### Результаты

Однако почему приток на фондовый рынок России изменит парадигму ценообразования на фондовом рынке? Как известно, базовой концепцией, определяющей способность рынка устанавливать справедливую (равновесную) цену на финансовые активы является теория эффективных рынков, основоположником которой является Ю. Фама (1963) [10]. Согласно основным условиям этой гипотезы, при оценке информационных структур и процесса редактирования информации в цены финансовых активов на рынке ключевой предпосылкой является рациональное поведение инвесторов. Совершая операции с ценными бумагами, операторы рынка в данной модели совершают сделки с финансовыми активами и, прежде всего, с акциями на основе использования их фундаментальных оценок:

- в макроэкономическом анализе – процентных ставок, курсов валют, страновых рисков и формализованных макроиндикаторов - индексов деловой активности, индекса потребительского настроения, доходности десятилетних государственных облигаций, индексов фондового рынка и т.д. [17];
- в отраслевом анализе рынка ценных бумаг - PEST-анализ, анализ 5 сил Портера, SWOT-анализ отрасли отраслевой анализ фондового рынка Московской биржи и т.д.;
- в инвестиционной оценке компаний – прогнозирование справедливой цены акции на основе анализа отчета о прибыли и убытках и баланса компании, на основе методов мультипликаторов, отраслевых методов оценки компаний и т.д.

Такие инвесторы относятся к категории рациональных, так как в идеальной модели ценообразования финансовых активов и прежде всего с акций, считается что только эти факторы фундаментально влияют на цену. Операции рациональных инвесторов формируют равновесную цену путем арбитража - покупки акций, когда их

фундаментальная оценка выше рыночной цены (акции недооценены) и продажи – когда фундаментальная оценка ниже (то есть акции переоценены рынком). Цена таким образом «уравновешивается» и согласно теории эффективных рынков непредвзято колеблется. На эффективных рынках арбитраж редок и труднодоступен. В любом случае действия рациональных операторов разумны и арбитраж ограничен.

Приток неквалифицированных инвесторов на фондовый рынок России пополнит ряды иррациональных инвесторов, финансовые решения которых складываются под воздействием эмоций, домыслов, слухов, повеления толпы, слепой веры и т.д. [8]. Руководствуясь такими оценками иррациональные трейдеры чаще всего усиливают существующие на рынке аномалии. В результате рыночная цена уже переоцененной акции будет расти, а недооценкой падать, а арбитражные операции никогда не будут приводить цену акции к её истинной стоимости.

Учитывая соотношения рациональных и иррациональных инвесторов на отечественном фондовом рынке, можно предположить, что тестирование гипотезы эффективности рынка в России никогда не покажет её эффективность хотя бы в слабой форме. В условиях преобладания иррациональных инвесторов процесс ценообразования трудно характеризовать «как процесс справедливого ценообразования» и выводы из тестирования гипотезы эффективности рынка оказываются малополезными. Поэтому в связи со сложившейся на отечественном фондовом рынке ситуацией перспективным представляется иная парадигма ценообразования, а именно теория шумовой торговли - Де Лонг Б. [5], Шляйфер К. [11], Соммер Дж. [9], Вильдманом Дж. [4], Аль Саади, В [3] и исследовать те модели поведения цен, которые крупные операторы рынка навязывают неквалифицированным и в силу этого иррациональным инвесторам.

### Заключение и выводы

1. В России произошла стабилизация и синхронизация ключевой ставки с уровнем инфляции. Это один из инструментов финансовой и монетарной политики, влияющих на инвестиционный климат в стране и качество жизни населения.
2. Низкие процентные ставки изменили ландшафт финансового рынка за счет притока на него неквалифицированных инвесторов, готовых к повышенному риску по сравнению с безрисковыми вложениями в банковские вклады.
3. Введение налогообложения на полученные процентные доходы по банковским вкладам еще в большей степени снизили привлекательность банковской системы как источника сбережений и способствовали перетоку денежных средств из вкладов на финансовый рынок.

4. Введение индивидуальных инвестиционных счетов как нового механизма инвестирования явилась привлекательной альтернативой банковских вкладов для неквалифицированных инвесторов для инвестирования временно свободных денежных средств.
5. Приток неквалифицированных инвесторов на финансовый рынок привел к росту индекса Московской биржи за 2020 год, несмотря на фундаментальные факторы, ведущие к падению котировок: мартовский обвал из-за падения цен на нефть, локдауны по всему миру на фоне распространения коронавируса.
6. Квалифицированные инвесторы относятся к разряду рациональных инвесторов, операции которых формируют равновесную цену путем арбитража. Действия таких операторов разумны.
7. Непрофессиональные и неквалифицированные инвесторы совершают операции чаще всего под воздействием эмоций, домыслов и слухов, тем самым усиливая на финансовом рынке аномальные явления.

#### Литература

1. Bond market efficiency and volatility: evidence from Russia / E.V. Semenkova, Omran Chadi, Humanities & Social Sciences Reviews, Vol 7, No 4, 2019. DOI: 10.18510/hssr.2019.74193.
2. The Concept of Fair Pricing in the Regulation Framework of the Russian Securities Market / E.V. Semenkova, L.N. Andrianova, K.V. Krinichansky. Journal of Reviews on Global Economics, 2018. – 7. – С. 562-571. DOI: 10.6000/1929-7092.2018.07.52.
3. Аль Саади В. Тестирование поведения случайных блужданий на финансовом рынке Кувейта // Вестник Российского экономического университета им. Г.В. Плеханова. Вступление. Путь в науку. - Том.1. № 25.- 2019. С. 43-53.
4. Вильдман Дж. Моделирование здоровья, доходов и неравенства доходов: влияние неравенства доходов на здоровье и неравенство в отношении здоровья // Журнал экономики здравоохранения. - Том 22. - 2003. - С. 521 - 538.
5. Делонг Б. Мэджин К. Премия за доходность акций США: прошлое, настоящее и будущее // Журнал экономических перспектив. - Том 23. - № 1. - 2009. - С. 193–208.
6. Омран, Ш. Анализ эффективности российского фондового рынка / Ш.Омран // Вестник РЭУ им. Г.В. Плеханова. - 2017. - № 6 (96). - С. 90-95.
7. Операции с ценными бумагами / Семенкова Е.В. - Москва, Издательство «Дело», 2014. – 488 с. - ISBN: 978-5-7749-0536-2.
8. Семенкова Е.В. Аль Саади В. Оценка влияние уровня инфляции на ежемесячную доходность российского фондового рынка // Финансовый рынок. - № 6. -2019. -С.72-84.
9. Sommer Дж., Эффективны ли рынки? Даже Верховный суд взвешивает. [Электронный ресурс] // URL: <https://www.nytimes.com/2014/06/29/your-money/are-markets-efficient-even-the-supreme-court-is-weighting-in.html?searchResultPosition=8> (дата обращения: 28.12.2020).
10. Фама Ю. Мандельброт и устойчивая паретинская гипотеза // Журнал бизнеса, - Том 36, - №4, 1963. – С. 420-429. DOI: 10.1086/294633.
11. Шлейфер А. Неэффективные рынки: введение в поведенческие финансы / А. Шлейфер. Оксфорд: Издательство Оксфордского университета, 2009 - 224 с.
12. Информационные бюллетени Банка России [Электронный ресурс] // URL: <http://base.garant.ru/10180094/#friends> (дата обращения: 26.12.2020).
13. Интернет-портал Инфляция в России [Электронный ресурс] // URL: [уровень-инфляции.рф](http://уровень-инфляции.рф) (дата обращения: 26.12.2020).
14. Бюллетень Департамента исследований и прогнозирования ЦБ РФ «О чем говорят тренды. Макроэкономика и рынки» № 8 (44), декабрь 2020.
15. Информация Минфина России от 1 апреля 2020 г. Разъяснение Минфина России об уплате НДФЛ с процентных доходов по вкладам [Электронный ресурс] // URL: <http://garant.ru/products/ipo/prime/doc/73732718/#ixzz6j3evRCGd>. (дата обращения: 26.12.2020).
16. Интернет портал Invest Rating. [Электронный ресурс] // Режим доступа: URL: <https://invest-rating.ru/financial-encyclopedia/?id=18564> (дата обращения: 26.12.2020).
17. Лисица М.И. Эмпирический подход к исследованию информационной эффективности и исторической инерционности биржевых фондовых рынков // Известия ВУЗов. Серия «Экономика, финансы и управление производством», № 04(46). - 2020. С. 64-70. DOI: 10.6060/ivecofin.2020464.506.
18. Астраханцева И.А., Кутузова А.С., Астраханцев Р.Г. Рекуррентные нейронные сети для прогнозирования региональной инфляции // Научные труды ВЭО России / 223 том, 2020, с. 420 – 431. DOI: 10.38197/2072-2060-2020-223-3-420-431.

#### References

1. Bond market efficiency and volatility: evidence from Russia / E.V. Semenkova, Omran Chadi, Humanities & Social Sciences Reviews, Vol 7, No 4, 2019. DOI: 10.18510/hssr.2019.74193.
2. The Concept of Fair Pricing in the Regulation Framework of the Russian Securities Market / E.V. Semenkova, L.N. Andrianova, K.V. Krinichansky. Journal of Reviews on Global Economics, 2018. – 7. – pp. 562-571. DOI: 10.6000/1929-7092.2018.07.52.

3. Al' Saadi V. Testing the behavior of random walks in the financial market of Kuwait // Bulletin of the Russian University of Economics n.a. G.V. Plekhanov. Introduction. The path to science. - Vol.1. № 25. - 2019. pp. 43-53 (in Russian).
4. Wildman J. Modelling health, income and income inequality: the impact of income inequality on health and health inequality // Journal of Health Economics. - Vol. 22. - 2003. - pp. 521-538 (in Russian).
5. DeLong B. Magin K. The U.S. Equity Return Premium: Past, Present, and Future// Journal of Economic Perspectives. - Vol.23. - N 1. - 2009. - pp. 193-208 (in Russian).
6. Omran, SH. Analysis of the effectiveness of the Russian stock market // Bulletin of the Russian University of Economics n.a. G.V. Plekhanov. - 2017. - № 6 (96). - pp. 90-95 (in Russian).
7. Operations with securities / Semenkov E.V. - Moscow, Publishing House «Delo», 2014. - 488 p. - ISBN: 978-5-7749-0536-2. (in Russian).
8. Semenkov E.V. Al' Saadi V. Assessment of the Influence of the Inflation Rate on the Monthly Profitability of the Russian Stock Market // Financial Market. - № 6. - 2019. - pp.72-84 (in Russian).
9. Sommer, J., Are Markets Efficient? Even the Supreme Court weighs. [Electronic resource] // URL: <https://nytimes.com/2014/06/29/your-money/are-markets-efficient-even-the-supreme-court-is-weighting-in.html?searchResultPosition=8> (date of access: 28.12.2020) (in Russian).
10. Fama E. Mandelbrot and the Stable Paretian Hypothesis. The Journal of Business. - Vol.36. - N4. - pp. 420-429. DOI: 10.1086/294633 (in Russian).
11. Shleifer A. Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance/A.Shleifer. Oxford: Oxford University Press, 2009 224 P. (in Russian).
12. Newsletters of the Bank of Russia [Electronic resource] // URL: <http://base.garant.ru/10180094/#friends> (date of access: 26.12.2020) (in Russian).
13. Internet portal Inflation in Russia [Electronic resource] // URL: [inflation-rate.rf](http://inflation-rate.rf) (date of access: 26.12.2020) (in Russian).
14. Bulletin of the Department of Research and Forecasting of the Central Bank of the Russian Federation "What the Trends Talk About. Macroeconomics and Markets." N 8 (44), December 2020 (in Russian).
15. Information of the Ministry of Finance of Russia dated April 1, 2020. Clarification of the Ministry of Finance of Russia on the payment of personal income tax from interest income on deposits" [Electronic resource] // URL: <http://garant.ru/products/ipo/prime/doc/73732718/#ixzz6j3evRCGd> (in Russian).
16. Internet portal Invest Rating. [Electronic resource] // URL: <https://invest-rating.ru/financial-encyclopedia/?id=18564> (in Russian).
17. Lisitsa M.I. An empirical approach to the study of information efficiency and historical inertia of stock exchange markets // News Of Higher Educational Institutions. Series «Economy, Finance And Production Management», N 04 (46) / 2020. - pp. 64-70. DOI: 10.6060/ivecofin.2020464.506 (in Russian).
18. Astrakhanseva I.A., Kutuzova A.S., & Astrakhansev R.G. (2020). Recurrent neural network in regional inflation forecast. Scientific Works of the Free Economic Society of Russia. -Vol. 223. - 2020, pp. 420 - 431. DOI: 10.38197/2072-2060-2020-223-3-420-431 (in Russian).

DOI 10.6060/ivecofin.20214701.517  
УДК 336.13

## НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ МЕЖБЮДЖЕТНЫХ ОТНОШЕНИЙ НА СУБФЕДЕРАЛЬНОМ УРОВНЕ

Шахова Ирина Юрьевна (ORCID 0000-0001-5172-5624)

Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова, ул. Дзержинского, д. 53, г. Иваново, 153025, Россия

E-mail: shakhova.ira@yandex.ru

*Вопросы совершенствования межбюджетных отношений активно обсуждаются на федеральном, региональном и местном уровнях. Особенно актуальна эта проблема для субъектов местного самоуправления, которые не достаточно обеспечены собственными финансовыми средствами. Основными доходными источниками, которыми располагают органы местного самоуправления, являются собственные налоговые и неналоговые доходы, а также безвозмездные поступления от бюджетов вышестоящего уровня бюджетной системы Российской Федерации. Цель исследования заключается в обобщении теоретических основ межбюджетных отношений, рассмотрении существующих проблем в организации межбюджетных отношений на субфедеральном уровне, проведении анализа доходной части бюджета городского округа Иванова для определения степени самосто-*