

ФАКТОРЫ ЦЕНООБРАЗОВАНИЯ АКЦИЙ

Олег Магомедович АЛИЕВ

кандидат экономических наук, доцент кафедры менеджмента,
Дагестанский государственный университет (ДГУ),
Махачкала, Российская Федерация
oaom666@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8963-1196>
SPIN-код: 9891-9685

История статьи:

Рег. № 41/2022
Получена 07.02.2022
Получена
в доработанном виде
21.02.2022
Одобрена 07.03.2022
Доступна онлайн
28.04.2022

УДК 336.763

JEL: G11, G12, G14,
G19, G35

Ключевые слова:

акции, факторы
ценообразования,
фондовый рынок

Аннотация

Предмет. Факторы ценообразования акций.

Цели. Выявление факторов, влияющих на цены акций российских компаний.

Методология. Применен контент-анализ научной литературы, посвященной исследованию факторов ценообразования акций, методы логического и сравнительного анализа.

Результаты. Рассмотрены факторы, которые оказывают влияние на цену акций компании, но при этом не всегда связаны напрямую с ее менеджментом и операционной деятельностью.

Выводы. Несмотря на явно прослеживающиеся взаимосвязи между индикаторами финансового положения компании и рыночными ценами ее акций, возможность полного описания колебаний рыночных цен на основе исключительно фундаментальных показателей остается спорной. Значимость фундаментальных показателей должна проверяться в совокупности с внешними факторами, что позволяет проверить адекватность применения фундаментального анализа в современных реалиях.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2022

Для цитирования: Алиев О.М. Факторы ценообразования акций // *Финансы и кредит*. — 2022. — Т. 28, № 4. — С. 806 — 824.
<https://doi.org/10.24891/fc.28.4.806>

Введение

Ценам акций присуща высокая волатильность, которая объясняется разнообразными факторами, от фундаментальных до психологических. Выявление этих факторов является ключом к предсказанию направления движения цен, а значит, и получению доходности от инвестирования. Ученые долгое время исследуют закономерности фондового и финансового рынков. О возможных факторах, определяющих динамику цен акций, написано множество статей. В середине XX в. основное внимание

уделялось исследованию финансового положения фирм, к его концу акцент сместился на исследование психологии инвесторов и рыночных аномалий, возникающих из-за принимаемых ими решений. На сегодняшний день повышенное внимание уделяется разработке современных способов предсказания цен акций на основе факторов, отобранных инвестором.

Однако реалии финансового рынка меняются, биржи и инвесторы используют все более современные технологии коммуникации и отслеживания рыночных цен финансовых инструментов. Появляются новые отрасли и услуги, новые альтернативы вложениям в фондовый рынок. В связи с этим меняется и набор факторов, определяющих колебания рыночных цен акций. Набор уже изученных факторов ценообразования требует постоянного пересмотра и дополнения, ведь основная задача — получение высокой доходности — не может быть достигнута, если не учитывать изменения на фондовом рынке.

Интерес исследователей к динамике рынка акций также усиливается растущим влиянием операций на фондовом рынке на реальный сектор, прежде всего через финансовую систему. Банки и инвестиционные фонды аккумулируют сбережения экономических агентов и вкладывают их в финансовые инструменты, в том числе акции, и ошибки в трактовке динамики цен этих инструментов могут иметь значительные последствия как для финансового сектора, так и для его вкладчиков. Описанные факты указывают на необходимость и актуальность проблемы поиска новых и мониторинга значимости уже известных факторов ценообразования акций.

Рассмотрением процесса ценообразования акций занимались как авторы теоретических моделей ценообразования активов на основе экономических законов, в числе которых О. Бланшар, так и сторонники исследования более практических взаимосвязей, например Ю. Фама.

Исследованием факторов ценообразования акций в России занимались не многие ученые ввиду того, что российский фондовый рынок имеет недавнюю историю. Кроме того, всю гамму факторов просто трудно исследовать в одной работе. В той или иной мере эти вопросы были исследованы в работах, авторами которых являются А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова, Р.М. Энтов, М.П. Лазарев, Е.А. Федорова, С.О. Мусиенко, Д.О. Афанасьев, А.Б. Анкудинов, О.В. Лебедев, Т.В. Теплова, Т.В. Соколова, А. Фазано, В.А. Родина, А.К. Саркисян, А.П. Плотников, Р.А. Шишлов, В.В. Назарова, А.А. Федорова и некоторые другие, что и было отражено в данной работе.

Анализ

Несмотря на явно прослеживающиеся взаимосвязи между индикаторами финансового положения компании и рыночными ценами ее акций, возможность полного описания колебаний рыночных цен на основе исключительно фундаментальных показателей остается спорной, ведь цена акции меняется значительно чаще, чем приходят данные о последних достижениях компании. Многие авторы, например, А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова обратили внимание на изменение среды, в которой компания ведет свою деятельность, утрату значимости фундаментальных характеристик компаний [1]. Изменение экзогенных для компании факторов отражается на ее финансовых результатах, но инвесторы учитывают эту информацию в своих ожиданиях значительно раньше.

Рассмотрим факторы, которые оказывают влияние на цену акций компании, но при этом не всегда связаны напрямую с ее менеджментом и операционной деятельностью. В последние годы особое внимание в научной литературе уделяется изучению взаимосвязи рынка нефти и фондового рынка. Действительно, в современном мире многие экономики напрямую зависят от нефти, будучи ее поставщиками или импортерами. В научной литературе описано множество возможных каналов влияния цены нефти на рынок акций, однако современные эмпирические работы в большей степени направлены на изучение взаимосвязи цен акций и цены нефти для различных рынков и временных промежутков.

В работе [2] К. Мокні указывает на вариативность влияния роста цен на нефть в периоды медвежьего и бычьего рынков, а также значительную изменчивость по странам. Так, исследователь отмечает, что фондовый рынок Китая в последние годы исследования (2008—2015 гг.) положительно реагировал как на рост, так и на снижение цены на нефть. В целом в период высоких доходностей фондовые рынки реагируют на рост цен на нефть более активно, рост нефтяных цен ведет к охлаждению рынка, что объясняется ожидаемым ростом издержек компаний-производителей. В кризисные периоды зависимость фондовых рынков от нефтяных цен становится сильнее, особенно для России. Результаты, полученные автором, подтверждают результаты многих прошлых исследований, но методологические нововведения, такие как исследование эффектов в зависимости от особенностей рассматриваемого временного периода, позволяют сделать данные результаты более устойчивыми.

В статье [3] А.К. Tiwari, N. Trabelsi, F. Alqahtani, S. Hammoudeh исследовали зависимость между ценой нефти и фондовыми рынками стран БРИКС. Фондовый рынок России был признан наиболее зависимым от нефтяного в данной выборке, поскольку для него наблюдалась устойчивая долгосрочная взаимосвязь между ценой нефти и ценами акций. Такой результат объясняется высокой долей акций нефтедобывающих компаний в индексе Московской Биржи.

Авторы J. Vouioyour, R. Selmi в своем исследовании [4] проводили расчеты на данных до второго квартала 2015 г., когда влияние кризиса 2014–2015 гг. на фондовый рынок России было особенно сильным. Важно отметить, что для стран БРИКС характерны значительные различия в переносе шока с нефтяного рынка на фондовый. Для России и Бразилии эконометрическими тестами (данные с фондовых рынков исследователи разложили на краткосрочные и долгосрочные колебания, после чего провели тест Грэнджера на причинность) была подтверждена долгосрочная взаимосвязь между ценой нефти и рынком акций, в то время как для ЮАР — только краткосрочная. Исследователи указывают на важный трансмиссионный канал шока нефтяных цен для России — государственные расходы в РФ в значительной степени зависят от налога на доходы нефтяных компаний, поэтому нефтяной шок оказывает на фондовый рынок не только прямое (через доходы нефтяных компаний), но и косвенное влияние (через изменение государственных расходов, а значит, спроса, уровня цен и процентных ставок, применяемых для дисконтирования будущих денежных потоков).

Еще один важный экзогенный фактор — общее состояние экономики, в которой компания-эмитент ведет свою деятельность. Взаимосвязь между экономической конъюнктурой и фондовым рынком неоднозначна: с одной стороны, фондовый рынок считается опережающим индикатором роста ВВП и оказывает влияние на реальный сектор (например, через банковский сектор и доходы частных инвесторов), с другой стороны, экономические циклы отражаются на финансовых результатах компании, а финансовые результаты — на ценах акций, как было показано.

Исследование S.M. Samsi, C.K. Check, Z. Yusof [5] проводилось с учетом возможной двусторонней зависимости. Авторы изучили реакцию ВВП стран АСЕАН на экономические кризисы 1997 и 2008 гг., а также влияние фондовых рынков этих стран на темпы роста ВВП при помощи векторной модели коррекции ошибок. В большей или меньшей степени шоки фондового рынка влияют на темпы роста ВВП всех рассмотренных стран,

даже с учетом кризисов и других возможных источников шоков. В случае Филиппин была выявлена двусторонняя взаимосвязь фондового рынка и ВВП. В целом значительное влияние фондового рынка на ВВП подтвердилось для всех рассмотренных стран, в том числе для Сингапура, страны с развитым фондовым рынком.

В работе [6] Е.А. Федорова, С.О. Мусиенко, Д.О. Афанасьев проверили значимость шоков фондового рынка для темпов роста ВВП при помощи модели VAR и импульсных функций. Как рост индекса 10 самых ликвидных компаний Московской биржи, так и положительный шок индекса РТС оказывают позитивное и значимое влияние на темпы роста ВВП в течение 12 месяцев после шока, максимальный вклад достигается на 9–12 месяцах. При этом шоки рынка корпоративного долга оказывают на ВВП РФ значительно меньшее влияние, что говорит о предпочтении инвесторами долевого, а не долгового бумага.

Японские ученые Y. Funashima, N. Iizuka, Y. Ohtsuka [7] подошли к исследованию влияния взаимосвязи ВВП и фондового рынка с другой точки зрения: как и информация о выплате дивидендов или выход финансовой отчетности новая информация об экономической среде должна быть учтена в рыночных ценах акций, а, значит, анонсирование новой информации должно привести к ценовой коррекции. В своем исследовании авторы изучили кейсы публикации предварительных квартальных темпов роста с последующим пересмотром в Японии. Выводы исследования интересны: ранняя публикация темпов роста ВВП оказывает достаточно слабое влияние на фондовый рынок, поскольку в целом опубликованные данные совпадают с прогнозными. Пересмотр предварительных цифр вызывает более значительный эффект для волатильности цен, так как содержит отклонение от прогнозных значений, а значит, несет в себе действительно новую информацию для рынка. Авторы указывают на проблему выбора между частотой публикации актуальных данных (сначала предварительных, потом итоговых или только итоговых) и точностью этих данных. Ведь если предварительный прогноз окажется неточным, то рост волатильности после публикации итоговых значений создаст дополнительные риски для инвесторов.

Одним из методов оценки внешних условий является кредитный рейтинг страны, в которой компания ведет деятельность. В исследовании [8] N. Rosati, M. Bellia, P.V. Matos, V. Oliveira показали, что рейтинг суверенного долга оказывает значимое влияние на динамику фондовых индексов 5 стран с разной культурной спецификой: Португалии, Испании,

Греции, Индонезии и Южной Кореи. Пользуясь предположением о зависимости текущего значения фондового индекса только от одного своего прошлого значения, динамики ВВП и уровня процентных ставок, авторы построили пробит-модель для проверки значимости влияния суверенного кредитного рейтинга на динамику соответствующего фондового индекса. Так как кредитные рейтинги пересматриваются редко, авторы использовали данные из временных промежутков, соответствующих экономическим кризисам в Европе и Азии, когда кредитные рейтинги пересматривались чаще. Влияние суверенного кредитного рейтинга на фондовый рынок подтвердилось для европейских стран. Для Греции особый интерес представляет зона рейтингов категории В, являющаяся своего рода уровнем сопротивления, поскольку согласно оцененной модели вероятность роста фондового индекса при достижении кредитным рейтингом этой зоны значительно снижается. Как для европейских, так и для азиатских фондовых индексов взаимосвязь между суверенным кредитным рейтингом и динамикой фондового рынка является значимой, фондовые индексы в странах с высоким рейтингом демонстрируют более высокую вероятность роста. Данный результат объясняется в числе прочего применявшейся ранее политикой рейтинговых агентств, не позволявшей устанавливать кредитные рейтинги коммерческих эмитентов выше, чем соответствующий суверенный. Важно отметить, что в кризисный период рынок реагирует на пересмотр рейтинга более остро, особенно при пересмотре вниз.

Исследованием K. Bales, C. Malikane [9] подтверждается асимметричное влияние пересмотра суверенного кредитного рейтинга на волатильность фондовых рынков развивающихся стран. Авторы использовали данные 31 одной развивающейся страны, в том числе России, в тех случаях, когда данных было достаточно и присутствовала достаточная волатильность. Использование модели EGARCH позволило смоделировать соответствующую зависимость, результаты показали, что волатильность растет при движении от стран с наивысшим инвестиционным рейтингом к странам со спекулятивными рейтингами. Важно отметить, что эффект от понижения рейтинга на волатильность является значительно более сильным, чем от пересмотра рейтинга вверх, а при включении в рассмотрение не только 3 наиболее известных рейтинговых агентств, но и 7 менее влиятельных локальных эффект от повышения рейтинга перестает быть значимым. Однако в статье M. Balcilar, D. Bathia, R. Demirel, R. Gupta [10] показано, что для России эффект на доходность значим, но меньше, чем на волатильность, а асимметрия реакции обратна описанной во многих статьях: для фондового рынка РФ отклик рынка на повышение суверенного рейтинга выше, чем на понижение. Данный эффект наблюдается не для всех

квантилей по доходности, так как взаимосвязь между суверенным кредитным рейтингом и динамикой фондовых индексов не является линейной. Авторы объясняют данный результат тем, что повышение рейтинга поддается предсказанию в меньшей степени, чем понижение, поэтому включает в себе больше новой информации для рынка.

В исследованиях, посвященных взаимосвязи между кредитным рейтингом и динамикой биржевых цен акций, часто упоминается эффект переноса шоков между странами. Современная экономика глобализирована, поэтому инвесторы ожидают, что ухудшение или улучшение экономической ситуации в одной стране может оказать влияние на весь регион, а в случае с наиболее развитыми экономиками — на весь мир.

В статье J. Wongswan [11] показано, что процентная ставка Федеральной резервной системы оказывает влияние не только на фондовый рынок США, но и на многие зарубежные рынки. Степень влияния шоков ставки ФРС зависит от силы экономических связей стран. Так, сильную ответную реакцию фондового рынка Гонконга следует объяснять особенностями монетарной политики, предполагающей дублирование динамики ставки ФРС. Фондовый рынок Японии является в значительной степени изолированным, поэтому ответная реакция на изменение ставки ФРС для него слабая. Существует несколько подходов к измерению открытости экономики и силы взаимосвязей между экономиками: через дамми-переменные и при помощи количественных объясняющих переменных. В рассмотренной статье авторы остановились на моделировании взаимосвязей между экономиками через переменные, основанные на доходах от взаимной торговли, показателем открытости экономики выступали показатели фондового рынка, например, доля иностранных инвесторов в капитале компаний.

В более обширном исследовании M. Ehrmann, M. Fratzscher [12] рассмотрено больше стран и дополнительных объясняющих факторов — дамми-переменных открытости и взаимосвязей, а также показателей гибкости обменного курса. Результаты в целом совпадают с результатами исследования, рассмотренного ранее: повышение ставки ФРС влияет на доходность на внешних фондовых рынках негативно, однако эффекты разнятся количественно между странами. Согласно результатам сила реакции фондового рынка страны на изменения в ставке ФРС зависит от интегрированности экономики в мировую торговлю в целом, а не от торговых взаимосвязей непосредственно с США. Важно отметить, что

эффект, полученный для фондового рынка РФ, является значимым и негативным, что не противоречит общим выводам работы.

Трансмиссионные эффекты существуют не только между США и миром, но и между всеми странами в глобальной экономике, однако сила этих эффектов зависит от многих факторов, в том числе от торговых и других экономических взаимосвязей. Особое внимание в рамках этой темы уделяется группам стран, объединенных соглашениями о сотрудничестве, например, странам БРИКС. В работе R.J. Patel [13] показано, что взаимосвязь между фондовыми рынками этих стран заметно усилилась после кризиса 2008 г. Особенно интересно появление устойчивой взаимосвязи между индексом Йоханнесбургской фондовой биржи и индексом РТС. В целом в посткризисный период индекс РТС оказался важен для предсказания всех рассмотренных фондовых индексов, как и эти индексы для предсказания динамики РТС. Это означает, что фондовые рынки стран-партнеров реагируют на события не только своей экономики, но и экономик стран-партнеров, а механизмы трансмиссии шоков существуют между всеми странами, связанными экономическими отношениями, а не только между развитыми и развивающимися.

Российский фондовый рынок в большой степени зависит от динамики нефтяного рынка, так как нефтедобывающие компании занимают значительную нишу как в фондовом индексе Московской биржи, так и в экономике в целом. Исследование Е.А. Федоровой, М.П. Лазарева¹ влияния цены нефти марки BRENT на индекс РТС показало, что их взаимосвязь существует и она устойчива к кризисным явлениям. Данные выводы основаны на тестировании коинтеграции, проверке корреляции и каузальности, а также построении модели VAR. Отклик индекса РТС на рост цен на нефть является значимым в период до шести месяцев, что подтверждает высокую значимость нефтяного рынка в объяснении динамики фондового индекса. Данный отклик является положительным, что не противоречит интуиции, указывающей на рост прибылей компаний-нефтеэкспортеров. Нефтяной рынок имеет также значительное влияние на обменный курс доллара в рублях, однако обменный курс содержит в себе дополнительную информацию (например, о политических событиях), не связанную напрямую со спросом и предложением на рынке энергоносителей. Особенно после 2014 г. большое влияние на фондовый рынок России стал оказывать политический фактор (санкции), нежели цена на нефть [14]. На финансовом рынке начал работать мегарегулятор в лице

¹ Федорова Е.А., Лазарев М.П. Влияние цены на нефть на финансовый рынок России в кризисный период // *Финансы и кредит*. 2014. № 20. С. 14–22.

Банка России. Однако ускорить развитие финансового рынка ему не удалось [15]. Основная часть ценных бумаг российских эмитентов существенно уступает глобальным конкурентам по критерию доходности и рисков, особенно на долгосрочных временных горизонтах.

При рассмотрении дивидендной политики крупнейших компаний, чьи акции торгуются на бирже, необходимо учитывать фактор государственной доли в капитале многих из них. Данное влияние было описано, среди прочих, в статье А.Е. Абрамова, А.Д. Радыгина, М.И. Черновой, Р.М. Энтова [16]. Эконометрическая модель бинарной классификации компаний на выплачивающие и не выплачивающие дивиденды на основе некоторых финансовых факторов (финансовый рычаг, размер долга по отношению к EBITDA, размер активов, их рентабельность и другие) с добавлением регрессоров, указывающих на долю государства в капитале компании, показала, что доля государственной собственности является значимым фактором. Влияние положительное, поскольку государство как собственник имеет возможность влиять на решения фирмы, в том числе на решение о выплате дивидендов, хотя законодательное регулирование дивидендной политики государственных компаний не отличается от частных. В то же время в работе [17] авторы А.Б. Анкудинов, О.В. Лебедев показали, что частные компании в России чаще, чем государственные, выплачивают дивиденды в кризисные периоды и в среднем направляют на дивиденды больший процент от прибыли. Однако для российских ПИФ акций с активным управлением характерны более низкие уровни доходности и более высокие комиссии, это свидетельствует о низкой конкуренции и высокой зарегулированности деятельности фондов в России [18].

Интересны мотивы байбеков и их влияние на цены акций. Впервые обратный выкуп акций был использован в США как своего рода выплата дивидендов акционерам в 60-е гг. XX в. и приобрел популярность в 1980-х гг. Далее обратный выкуп получил свое распространение в Европе в 1990-е гг. В Азии проводить выкупы компаниям было разрешено в конце XXI в. В России же обратные выкупы стали активно использовать только с 2006 г. Поэтому исследование выкупов на российском рынке остается актуальным. За последние два года частота проведения обратных выкупов увеличилась в несколько раз по сравнению с предыдущими периодами. Среди мотивов проведения обратных выкупов на российском фондовом рынке преобладают повышение стоимости акций, реализация опционных схем поощрения менеджмента, корректирование структуры капитала [19].

Заслуживает внимания также фактор внешнеэкономических и политических отношений. Бум значимости этих факторов пришелся на 2014 г., когда на многие компании были наложены секторальные санкции, началась паника на валютном рынке, в 2014–2015 гг. был снижен кредитный рейтинг российских облигаций² [20]. Это усилило отток иностранного капитала с российского фондового рынка и ухудшило финансовое положение компаний, вынужденных адаптироваться к новым условиям ведения бизнеса. Однако введение санкций повысило чувствительность рынка к негативным новостям, возросли риски, поэтому санкции продолжают оказывать значительное влияние на котировки акций.

Международные отношения влияют также на темпы роста ВВП страны (в 2014 г. темп роста ВВП в ценах 2001 г. упал более чем в два раза по сравнению с 2013 г., а в 2015 г. началось падение ВВП (по данным Росстата), поскольку необходимость подстраивать сложившуюся структуру импорта и экспорта под новые условия повышает издержки компаний, как и адаптация к условиям санкций. В этой ситуации данные о падении фондового рынка приходят значительно быстрее данных о темпе роста ВВП. Названный факт выступает в поддержку выводов Е.А. Федоровой, С.О. Мусиенко, Д.О. Афанасьева в их исследовании [6] о том, что индекс РТС имеет предсказательную силу по отношению к темпам роста ВВП. При этом обратное влияние выражается скорее через объявление прогнозных значений, описанное в статье Y. Funashima, N. Iizuka, Y. Ohtsuka [7].

Многие авторы отмечают низкую информационную эффективность российского фондового рынка, неликвидность некоторых инструментов и высокую долю отдельных производственных секторов в фондовых индексах. Российское законодательство против инсайдерской торговли вводилось в 2010–2013 гг., его история не так длинна, как у многих европейских стран. В работе Е.В. Чирковой, В.В. Петрова [21] показано, что на российском рынке в период с 2000 до 2015 г. наблюдалась инсайдерская торговля, связанная с крупными корпоративными событиями, такими как сделки слияния/поглощения, делистинг, выплата специальных дивидендов. При этом доля роста аномальной доходности, приходящаяся на период до официального объявления, достигала 50% и более. Возможность инсайдерской торговли значительно усложняет анализ динамики цен акций, так как аномальная доходность может появляться за 10–25 дней до

² Aleksashenko S. Evaluating Western Sanctions on Russia. Report. December 2016. Atlantic Council: Washington. USA.
URL: https://www.atlanticcouncil.org/wp-content/uploads/2016/12/Evaluating_Western_Sanctions_on_Russia_web_1206.pdf

объявления о событии, а значит, динамика цен акций в период «до события» будет плохо объясняться фундаментальными и внешними факторами.

Может ли аудиторское заключение, являющееся своего рода мерилем качества информации, предоставляемой компанией-эмитентом, повлиять на рынок? В исследовании В.В. Назаровой, А.А. Федоровой [22] показано, что рынок по-разному реагирует на аудиторские заключения разных компаний. Для аудиторов из «большой четверки» реакция не противоречит теории: рынок демонстрирует незначимую положительную аномальную доходность при стандартном положительном отзыве аудитора и негативную при публикации мнений с оговорками. Выражение мнения компаниями, не входящими в «большую четверку», давало обратный, однако тоже незначимый эффект. Можно сделать вывод о том, что публикация аудиторского заключения вызывает хаотичную реакцию рынка, что говорит о более низкой информационной эффективности, чем у развитых фондовых рынков, где эффекты являются значимыми.

Несмотря на низкую информационную эффективность, нельзя исключать из анализа динамики цен акций фундаментальные факторы. Это показано в исследовании [23], в котором авторы С.Н. Володин, И.А. Боренко сравнили классический высокодивидендный портфель с модифицированным на данных Московской биржи. Включение в рассмотрение базовых финансовых показателей ROA и P/E, способно улучшить показатели доходности стратегии «Собаки Доу». Рассмотрение дивидендной доходности в отрыве от других показателей может привести к серьезным ошибкам, так как при низкой цене акции даже небольшой дивиденд приведет к высоким значениям доходности от дивидендов, а принятие решений о дивидендных выплатах в плохой финансовой ситуации может в значительной степени ее ухудшить, ведь дивидендные выплаты снижают объем собственных средств, доступных компании. Модель с включением двух финансовых показателей (ROA и P/E) продемонстрировала минимальную среднегодовую доходность около 5%, в то время как для классической модели встречались отрицательные значения.

В то же время фундаментальных факторов недостаточно для предсказания краткосрочной динамики цен акций. Автор исследования [24] А.К. Саркисян обнаружил, что фундаментальные показатели не позволяют предсказать частые и значительные (около 20%) падения фондовых индексов Московской биржи. Однако А.П. Плотников, Р.А. Шишлов в статье [25] показали, что для рассмотренной выборки фундаментальный показатель добавленной стоимости EVA коррелирует скорее с фондовым

индексом, чем с капитализацией компании, для которой этот показатель рассчитан. Делать строгие выводы на основе данного исследования нельзя, поскольку выборка мала (8 компаний, по четыре на американский и российский рынки), и на ее основе нельзя делать выводы о поведении широкого рынка. Важно отметить, что для некоторых компаний корреляция EVA и капитализации оказалось достаточно высокой, то есть на рынке присутствуют компании, для которых фундаментальный анализ является полезным.

Выводы

Таким образом, в имеющейся научной литературе описано большое количество факторов, обладающих способностью частично объяснить динамику биржевых цен акций. Данные факторы могут быть связаны как с качеством управления и внутрикорпоративными процессами, находящими отражение в финансовых результатах компании, так и с неподвластными отдельно взятой компании процессами, в числе которых государственная монетарная политика и динамика нефтяного рынка. Данные факторы часто взаимосвязаны. К примеру, значительная объясняющая способность фактора BM (Book-to-Market ratio) была перенесена на другие факторы, с которыми BM взаимосвязан. Темп роста ВВП и динамика фондового рынка страны влияют друг на друга, что усложняет моделирование этой взаимосвязи.

Фондовые рынки стран-партнеров реагируют на события не только своей экономики, но и экономик стран-партнеров, а механизмы трансмиссии шоков существуют между всеми странами, связанными экономическими отношениями, а не только между развитыми и развивающимися.

Существует некоторый недостаток научных работ, подтверждающих или опровергающих применимость фундаментальных показателей в задаче предсказания динамики цен акций на российском рынке, особенно для временного промежутка после 2014 г., когда высокая волатильность финансовых рынков и возросшая неопределенность в связи с политическими событиями изменили взаимосвязь между рыночной стоимостью акций и фундаментальными показателями компании-эмитента. Поэтому значимость фундаментальных показателей должна проверяться в совокупности с внешними факторами, что позволяет проверить адекватность применения фундаментального анализа в современных реалиях.

Список литературы

1. *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.* Модели ценообразования акций российских компаний и их практическое применение // *Вопросы экономики*. 2019. № 3. С. 48–76.
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>
2. *Mokni K.* A Dynamic Quantile Regression Model for the Relationship Between Oil Price and Stock Markets in Oil-Importing and Oil-Exporting Countries. *Energy*, 2020, vol. 213, 118639.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.energy.2020.118639>
3. *Tiwari A.K., Trabelsi N., Alqahtani F., Hammoudeh S.* Analysing Systemic Risk and Time-Frequency Quantile Dependence Between Crude Oil Prices and BRICS Equity Markets Indices: A New Look. *Energy Economics*, 2019, vol. 83, pp. 445–466. URL: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.07.014>
4. *Bouoiyour J., Selmi R.* How Differently Does Oil Price Influence BRICS Stock Markets? *Journal of Economic Integration*, 2016, vol. 31, no. 3, pp. 547–568. URL: <https://doi.org/10.11130/jei.2016.31.3.547>
5. *Samsi S.M., Cheok C.K., Yusof Z.* Financial Crisis, Stock Market and Economic Growth: Evidence from ASEAN-5. *Journal of Southeast Asian Economies*, 2019, vol. 36, no. 1, Special Issue on ASEAN: Towards Economic Convergence, pp. 37–56. URL: <https://doi.org/10.1355/ae36-1e>
6. *Федорова Е.А., Мусиенко С.О., Афанасьев Д.О.* Влияние российского фондового рынка на экономический рост // *Финансы: теория и практика*. 2020. Т. 24. № 3. С. 161–173.
URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-3-161-173>
7. *Funashima Y., Iizuka N., Ohtsuka Y.* GDP Announcements and Stock Prices. *Journal of Economics and Business*, 2020, vol. 108, 105872.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105872>
8. *Rosati N., Bellia M., Matos P.V., Oliveira V.* Ratings Matter: Announcements in Times of Crisis and the Dynamics of Stock Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020, vol. 64, 101166. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101166>
9. *Bales K., Malikan C.* The Effect of Credit Ratings on Emerging Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020, vol. 65, 101186.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101186>
10. *Balcilar M., Bathia D., Demirer R., Gupta R.* Credit Ratings and Predictability of Stock Return Dynamics of the BRICS and the PIIGS:

- Evidence from a Nonparametric Causality-in-Quantiles Approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2021, vol. 79, pp. 290–302. URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.07.005>
11. *Wongswan J.* The Response of Global Equity Indexes to US Monetary Policy Announcements. *Journal of International Money and Finance*, 2009, vol. 28, iss. 2, pp. 344–365. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.03.003>
 12. *Ehrmann M., Fratzscher M.* Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2009, vol. 71, iss. 6, pp. 739–759. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2009.00561.x>
 13. *Patel R.J.* BRICS Emerging Markets Linkages: Evidence from the 2008 Global Financial Crisis. *The Journal of Private Equity*, 2019, vol. 22, no. 4, pp. 42–59. URL: <https://doi.org/10.3905/jpe.2019.1.089>
 14. *Алиев О.М., Атакаев А.З.* Тенденции развития фондовых рынков: слабые места и необходимые меры // *Фундаментальные исследования*. 2016. № 12-2. С. 360–364. URL: <https://fundamental-research.ru/ru/article/view?id=41098>
 15. *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И.* Российский фондовый рынок: тенденции, вызовы, ориентиры развития // *Вопросы экономики*. 2021. № 11. С. 5–32. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-11-5-32>
 16. *Абрамов А.Е., Радыгин А.Д., Чернова М.И., Энтов Р.М.* «Загадка дивидендов» и российский рынок акций. Часть 1 // *Вопросы экономики*. 2020. № 1. С. 66–92. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-1-66-92>
 17. *Анкудинов А.Б., Лебедев О.В.* Дивидендные выплаты российских компаний в условиях финансового кризиса // *Корпоративные финансы*. 2016. Т. 10. № 3. С. 38–56. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dividendnye-vyplaty-rossiyskih-kompaniy-v-usloviyah-finansovogo-krizisa>
 18. *Теплова Т.В., Соколова Т.В., Фазано А., Родина В.А.* Детерминанты доходности российских ПИФов акций и облигаций: активные инвестиционные стратегии и комиссии // *Вопросы экономики*. 2020. № 9. С. 40–60. URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-40-60>
 19. *Алиев О.М.* Мотивы байбеков и их влияние на цены акций российских компаний // *Экономика и предпринимательство*. 2021. № 5. С. 682–686. URL: <https://doi.org/10.34925/EIP.2021.130.5.134>

20. *Аджаматова Д.С., Гасанова Д.Б., Кремлева В.В.* Фондовый рынок России: влияние санкций Запада и перспективы выхода из кризиса // Вестник Алтайской академии экономики и права. 2019. № 5-3. С. 17—22. URL: <https://readera.org/fondovyj-rynok-rossiivlijanie-sankcij-zapada-i-perspektivy-vyhoda-iz-krizisa-142221307>
21. *Чиркова Е.В., Петров В.В.* Диагностирование инсайдерской торговли акциями и депозитарными расписками российских компаний // Экономический журнал Высшей школы экономики. 2017. Т. 21. № 3. С. 482—514. URL: <https://www.hse.ru/mag/economics/2017-21-3/211125104.html>
22. *Назарова В.В., Федорова А.А.* Влияние результатов аудита на стоимость акций российских компаний // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2020. № 2. С. 78—105. URL: <https://msuecon.elpub.ru/jour/article/view/587/0>
23. *Володин С.Н., Боренко И.А.* Высокодивидендные портфели с фильтрами по финансовым показателям // Вестник Московского университета. Серия 6: Экономика. 2018. № 4. С. 59—78. URL: https://msuecon.elpub.ru/jour/article/view/479?locale=ru_RU
24. *Саркисян А.К.* Об эффективности методов фундаментального анализа при прогнозировании спадов на российском рынке акций // Вестник Ростовского государственного экономического университета (РИНХ). 2013. № 1-2. С. 84—93. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-effektivnosti-metodov-fundamentalnogo-analiza-pri-prognozirovanii-spadov-na-rossiyskom-rynke-aktsiy>
25. *Плотников А.П., Шишлов Р.А.* К вопросу оценки рыночной стоимости компаний в современных условиях // Известия Саратовского университета. Новая серия. Серия: Экономика. Управление. Право. 2018. Т. 18. № 1. С. 68—73. URL: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2018-18-1-68-73>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

STOCK PRICING FACTORS

Oleg M. ALIEV

Dagestan State University (DSU),
Makhachkala, Republic of Dagestan, Russian Federation
oaom666@mail.ru
<https://orcid.org/0000-0002-8963-1196>

Article history:

Article No. 41/2022
Received 7 Feb 2022
Received in revised
form 21 February 2022
Accepted 7 March 2022
Available online
28 April 2022

JEL classification:

G11, G12, G14, G19,
G35

Keywords: stock,
pricing factors, stock
market

Abstract

Subject. This article deals with stock pricing factors.

Objectives. The article aims to identify factors affecting the share prices of Russian companies.

Methods. For the study, I used content, logical, and comparative analyses.

Results. The article describes the factors that influence the price of a company's shares, but are not always directly related to its management and operations.

Conclusions. There is a certain lack of scientific works confirming or refuting the applicability of fundamental indicators in the problem of predicting the changes in stock prices in the Russian market, when high volatility of financial markets and increased uncertainty due to political events have changed the relationship between the market value of shares and the fundamental indicators of the issuing company. Therefore, the significance of fundamental indicators should be checked in conjunction with external factors, which makes it possible to check the appropriateness of the application of fundamental analysis in modern realities.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2022

Please cite this article as: Aliev O.M. Stock Pricing Factors. *Finance and Credit*, 2022, vol. 28, iss. 4, pp. 806–824.
<https://doi.org/10.24891/fc.28.4.806>

References

1. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. [Pricing models of shares of Russian companies and their practical application]. *Voprosy Ekonomiki*, 2019, no. 3, pp. 48–76. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2019-3-48-76>
2. Mokni K. A Dynamic Quantile Regression Model for the Relationship Between Oil Price and Stock Markets in Oil-Importing and Oil-Exporting Countries. *Energy*, 2020, vol. 213, 118639.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.energy.2020.118639>

3. Tiwari A.K., Trabelsi N., Alqahtani F., Hammoudeh S. Analysing Systemic Risk and Time-Frequency Quantile Dependence Between Crude Oil Prices and BRICS Equity Markets Indices: A New Look. *Energy Economics*, 2019, vol. 83, pp. 445–466. URL: <https://doi.org/10.1016/j.eneco.2019.07.014>
4. Bouoiyour J., Selmi R. How Differently Does Oil Price Influence BRICS Stock Markets? *Journal of Economic Integration*, 2016, vol. 31, no. 3, pp. 547–568. URL: <https://doi.org/10.11130/jei.2016.31.3.547>
5. Samsi S.M., Cheok C.K., Yusof Z. Financial Crisis, Stock Market and Economic Growth: Evidence from ASEAN-5. *Journal of Southeast Asian Economies*, 2019, vol. 36, no. 1, Special Issue on ASEAN: Towards Economic Convergence, pp. 37–56. URL: <https://doi.org/10.1355/ae36-1e>
6. Fedorova E.A., Musienko S.O., Afanas'ev D.O. [Impact of the Russian stock market on economic growth]. *Finansy: teoriya i praktika = Finance: Theory and Practice*, 2020, vol. 24, no. 3, pp. 161–173. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2020-24-3-161-173>
7. Funashima Y., Iizuka N., Ohtsuka Y. GDP Announcements and Stock Prices. *Journal of Economics and Business*, 2020, vol. 108, 105872. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2019.105872>
8. Rosati N., Bellia M., Matos P.V., Oliveira V. Ratings Matter: Announcements in Times of Crisis and the Dynamics of Stock Markets. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020, vol. 64, 101166. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2019.101166>
9. Bales K., Malikane C. The Effect of Credit Ratings on Emerging Market Volatility. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2020, vol. 65, 101186. URL: <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2020.101186>
10. Balcilar M., Bathia D., Demirer R., Gupta R. Credit Ratings and Predictability of Stock Return Dynamics of the BRICS and the PIIGS: Evidence from a Nonparametric Causality-in-Quantiles Approach. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 2021, vol. 79, pp. 290–302. URL: <https://doi.org/10.1016/j.qref.2020.07.005>
11. Wongswan J. The Response of Global Equity Indexes to US Monetary Policy Announcements. *Journal of International Money and Finance*, 2009, vol. 28, iss. 2, pp. 344–365. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2008.03.003>
12. Ehrmann M., Fratzscher M. Global Financial Transmission of Monetary Policy Shocks. *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, 2009, vol. 71, iss. 6, pp. 739–759. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-0084.2009.00561.x>

13. Patel R.J. BRICS Emerging Markets Linkages: Evidence from the 2008 Global Financial Crisis. *The Journal of Private Equity*, 2019, vol. 22, no. 4, pp. 42–59. URL: <https://doi.org/10.3905/jpe.2019.1.089>
14. Aliev O.M., Atakaev A.Z. [Tendencies of development of stock markets: Weak places and necessary measures]. *Fundamental'nye issledovaniya = Fundamental Research*, 2016, no. 12-2, pp. 360–364. URL: <https://fundamental-research.ru/ru/article/view?id=41098> (In Russ.)
15. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I. [Russian stock market: Trends, challenges and solutions. Academic view]. *Voprosy Ekonomiki*, 2021, no. 11, pp. 5–32. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-11-5-32>
16. Abramov A.E., Radygin A.D., Chernova M.I., Entov R.M. [The “dividend puzzle” and the Russian stock market. Part 1]. *Voprosy Ekonomiki*, 2020, no. 1, pp. 66–92. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-1-66-92>
17. Ankudinov A.B., Lebedev O.V. [Dividend payouts of Russian companies against the backdrop of financial crisis]. *Korporativnye finansy = Corporate Finance*, 2016, vol. 10, no. 3, pp. 38–56. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/dividendnye-vyplaty-rossiyskih-kompaniy-v-usloviyah-finansovogo-krizisa> (In Russ.)
18. Teplova T.V., Sokolova T.V., Fasano A., Rodina V.A. [Determinants of return rates of Russian equity and bond mutual funds: Active investment strategies and commissions]. *Voprosy Ekonomiki*, 2020, no. 9, pp. 40–60. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-9-40-60>
19. Aliev O.M. [Buyback motives and their impact on stock prices of Russian companies]. *Ekonomika i predprinimatel'stvo = Journal of Economy and Entrepreneurship*, 2021, no. 5, pp. 682–686. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.34925/EIP.2021.130.5.134>
20. Adzhamatova D.S., Gasanova D.B., Kremleva V.V. [Stock market of Russia: Influence of sanctions of the West and prospect of recovery from the crisis]. *Vestnik Altaiskoi akademii ekonomiki i prava*, 2019, no. 5-3, pp. 17–22. URL: <https://readera.org/fondovyj-rynok-rossiivlijanie-sankcij-zapada-i-perspektivy-vyhoda-iz-krizisa-142221307> (In Russ.)
21. Chirkova E.V., Petrov V.V. [Testing for insider trading in the depository receipts and common shares of the Russian public companies]. *Ekonomicheskii zhurnal Vysshei shkoly ekonomiki = Higher School of Economics Economic Journal*, 2017, vol. 21, no. 3, pp. 482–514. URL: <https://www.hse.ru/mag/economics/2017-21-3/211125104.html> (In Russ.)

22. Nazarova V.V., Fedorova A.A. [The influence of audit outcomes on the value of shares of Russian companies]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*, 2020, no. 2, pp. 78–105. URL: <https://msuecon.elpub.ru/jour/article/view/587/0> (In Russ.)
23. Volodin S.N., Borenko I.A. [High-dividend portfolios filtered by financial performance]. *Vestnik Moskovskogo universiteta. Seriya 6: Ekonomika = Moscow University Economics Bulletin*, 2018, no. 4, pp. 59–78. URL: https://msuecon.elpub.ru/jour/article/view/479?locale=ru_RU (In Russ.)
24. Sarkisyan A.K. [On the effectiveness of fundamental analysis methods in predicting declines in the Russian stock market]. *Vestnik Rostovskogo gosudarstvennogo ekonomicheskogo universiteta (RINKh) = Vestnik of Rostov State University of Economics (RINH)*, 2013, no. 1-2, pp. 84–93. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/ob-effektivnosti-metodov-fundamentalnogo-analiza-pri-prognozirovanii-spadov-na-rossiyskom-rynke-aktsiy> (In Russ.)
25. Plotnikov A.P., Shishlov R.A. [To the question of assessing the market value of companies in modern conditions]. *Izvestiya Saratovskogo universiteta. Novaya seriya. Seriya: Ekonomika. Upravlenie. Pravo = Izvestiya of Saratov University. Economics. Management. Law*, 2018, vol. 18, no. 1, pp. 68–73. (In Russ.) URL: <https://doi.org/10.18500/1994-2540-2018-18-1-68-73>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.