

---

## **ОПЕРАЦИОННАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ И ДОХОДНОСТИ АКЦИЙ НЕФТЕГАЗОВЫХ КОМПАНИЙ: СВИДЕТЕЛЬСТВА С МОСКОВСКОЙ БИРЖИ**

---

**Коротких Вячеслав Владимирович**, канд. экон. наук, доц.

Воронежский государственный университет, Университетская пл., 1, Воронеж,  
Россия, 394018; e-mail: korotkikh@econ.vsu.ru

*Предмет:* фондовый рынок представляет собой институционально значимый элемент финансовой системы, выполняющий важную функцию в процессе мобилизации инвестиционных ресурсов и обеспечении роста национальной экономики. В текущих экономических реалиях российская государственная политика целенаправленно ориентирована на развитие данного сегмента финансового рынка. Нефтегазовый сектор оказывает существенное влияние на российский фондовый рынок в целом, формируя в среднем около 46% его капитализации. *Цель:* количественная оценка влияния эффективности деятельности эмитентов нефтегазовой отрасли на биржевые характеристики их обыкновенных акций. *Дизайн исследования:* в работе предложены статистические гипотезы о наличии объясняющей способности показателей эффективности деятельности компаний нефтегазовой отрасли в отношении доходности их акций. Основным инструментом тестирования гипотез исследования является двухэтапная процедура Fama & MacBeth. Выборочная совокупность охватывает период с января 2015 по декабрь 2023 гг. *Результаты:* в работе представлены свидетельства влияния показателей эффективности на избыточные доходности акций российских нефтегазовых компаний. Выявлено, что показатели эффективности деятельности эмитентов обладают объясняющей способностью в отношении текущей доходности акций и прогностической способностью в отношении будущей доходности акций.

**Ключевые слова:** российский фондовый рынок, статистический анализ, премия за риск.

**DOI:** 10.17308/meps/2078-9017/2025/11/97-110

### **Введение**

В условиях трансформации российской экономики фондовый рынок приобретает ключевое значение в качестве источника долгосрочных инвестиций. Его развитие является не самоцелью, а инструментом для решения

масштабных задач национального уровня. В целях обеспечения устойчивого экономического развития Российской Федерации Указом Президента РФ от 07.05.2024 № 309 «О национальных целях развития на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года»<sup>1</sup> установлены следующие задачи: увеличение к 2030 году объема инвестиций в основной капитал не менее чем на 60% по сравнению с уровнем 2020 года за счет постоянного улучшения инвестиционного климата; обеспечение роста капитализации фондового рынка не менее чем до 66% ВВП к 2030 году и до 75% к 2036 году.

Институциональным ответом Банка России, обеспечивающим практическую реализацию поставленных целей, стала разработка основных направлений развития финансового рынка<sup>2</sup>. Среди них приоритетными стали создание условий для усиления роли финансового рынка в финансировании трансформации экономики; защита прав инвесторов; повышение финансовой доступности и др. Банк России совместно с Правительством РФ активно принимает меры, направленные на повышение привлекательности долгосрочных вложений для различных групп инвесторов. В числе таких мер можно выделить появление на рынке новых финансовых продуктов (программа долгосрочных сбережений, долевое страхование жизни) и модификацию существующих (индивидуальные инвестиционные счета третьего типа), призванных направить сбережения населения и институциональных инвесторов в экономику. Уже к июлю 2025 года в программу долгосрочных сбережений привлекли более 5 млн граждан, которые разместили на счетах 365 млрд рублей, демонстрируя высокий потенциал для формирования долгосрочных ресурсов<sup>3</sup>. Долевое страхование жизни как новый гибридный продукт, сочетающий страхование и инвестирование, был запущен с 1 января 2025 года. За первые восемь месяцев было заключено около 3400 договоров на сумму примерно 9,5 млрд руб. ИИС-3 привлекает на финансовый рынок новую аудиторию. Статистика по ИИС-3 в 2025 г. показывает, что этот инструмент набирает популярность<sup>4</sup>: в первом квартале 2025 г. количество счетов выросло на 198 тыс., достигнув 866 тыс. При этом большинство новых счетов (91%) открываются по новым договорам, а не конвертируются со старых ИИС. Четкая целевая привязка и ограничения на досрочное изъятие средств защищают эти накопления от необдуманных трат и придают им характер целевого капитала, что соответствует направлению по защите прав потребителей финансовых услуг.

В известной степени дополнительным индикатором зрелости и системного подхода в развитии российского финансового рынка можно рассматривать упрощение процедуры публичных размещений акций для вы-

<sup>1</sup> Указ Президента Российской Федерации от 7 мая 2024 г. № 309 «О национальных целях развития Российской Федерации на период до 2030 года и на перспективу до 2036 года». Доступно: <http://www.kremlin.ru/acts/bank/50542>.

<sup>2</sup> Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2025 год и период 2026 и 2027 годов. Доступно: [cbr.ru](http://cbr.ru).

<sup>3</sup> Доступно: <https://www.kommersant.ru/doc/7808192>.

<sup>4</sup> Доступно: <https://cbr.ru/press/event/?id=24619>.

сокотехнологичных компаний привело к тому, что в 2022-2024 гг. более 20 акционерных обществ провели IPO на Московской бирже.

Нефтегазовый сектор является критически важным драйвером развития национальной экономики РФ. Во-первых, об этом свидетельствует тот факт, что эмитентами 6 из 15 акций, входящих в индекс голубых фишек Московской биржи (МОЕХВС), включающий наиболее ликвидные акции российских компаний, являются нефтегазовые компании, а доля капитализации компаний нефтегазового сектора в общей капитализации российского фондового рынка за последние три года составила в среднем 46%. Во-вторых, нефтегазовые компании вносят значимый вклад в формирование доходной части федерального бюджета. По данным Минфина РФ, доля доходов нефтегазовой отрасли в федеральном бюджете 2024 г. составила около 30% против 28,3% за аналогичный период прошлого года. В 2022 году данный показатель составлял 41,6%<sup>5</sup>.

Таким образом, высокая ликвидность и значимое влияние акций нефтегазовых компаний на динамику российского фондового рынка в целом делают прогнозирование цен акций указанных компаний ключевым инструментом для принятия обоснованных инвестиционных решений. Несмотря на непредсказуемость рынка, использование современных методов анализа и понимание факторов, влияющих на ценообразование и доходность акций нефтегазовых компаний, позволяет повысить вероятность успешного инвестирования и достижения финансовых целей.

Вопросы анализа и прогнозирования цен и доходностей акций с использованием показателей деятельности эмитентов широко представлены в работах зарубежных авторов Novy-Marx [14]; Piotroski [15] и Sloan [16]. Влияние эффективности деятельности компаний на цены акции имеет не только теоретические обоснования, в частности, с использованием модели дисконтированных дивидендов (Graham & Dodd [12], Williams [17], Gordon & Shapiro [11]), но также и многочисленные эмпирические свидетельства преимущественно на зарубежных фондовых рынках, например, Cohen et al. [7]; Fama & French [9]; Haugen & Baker [13], и др.

Известны исследования, в которых рассматриваются вопросы биржевого ценообразования акций российских компаний нефтегазовой отрасли. Например, Г.Г. Бадретдинова [1] и С.В. Чистякова [6] опираются на методы фундаментального анализа для оценки инвестиционной привлекательности акций нефтегазовой отрасли. М.Ю. Малкина и А.О. Овчаров [4] исследовали механизмы передачи «заражения» от рынка нефти к ряду крупных российских компаний. В исследовании О.В. Савчиной и др. [5] проводился анализ состояния нефтегазовой отрасли России на основе фундаментальных и технических факторов. Однако указанные авторы не уделяют достаточное

<sup>5</sup> Доля нефтегазовых доходов бюджета в 2024 году растет выше плана – Ведомости. Доступно: [https://www.vedomosti.ru/analytics/krupnyy\\_plan/articles/2024/10/30/1071779-dolya-neftegazovih-dohodov-byudzheta-2024-rastet-vishe-plana](https://www.vedomosti.ru/analytics/krupnyy_plan/articles/2024/10/30/1071779-dolya-neftegazovih-dohodov-byudzheta-2024-rastet-vishe-plana).

внимание анализу влияния эффективности деятельности эмитентов на биржевое ценообразование их акций.

Признавая вклад указанных исследователей, стоит отметить, что проблеме анализа и прогнозирования доходностей акций на развивающихся рынках, в частности на фондовом рынке РФ, уделяется недостаточное внимание [2]. В центре нашего исследования – оценка влияния эффективности деятельности эмитентов нефтегазовой отрасли на цены акций и их доходности, используя теоретические модели ценообразования и данные финансовой отчетности.

В работе будут тестироваться следующие гипотезы о связи эффективности деятельности эмитентов и доходности акций: (1) различия в доходностях акций могут объясняться различиями в эффективности деятельности эмитентов в соответствующих периодах; (2) информация о текущей эффективности деятельности эмитентов обладает прогностической способностью в отношении будущей доходности их акций.

Дальнейшее изложение организовано следующим образом. Во втором разделе работы выдвигаются рабочие гипотезы, приводятся исходные данные и описывается методология статистического анализа, используемая в исследовании. Результаты исследования приведены в третьем разделе. В заключение сформулированы основные выводы.

### **Данные и методология исследования**

Для проведения исследования в работе рассматриваются обыкновенные акции российских компаний нефтегазовой отрасли: ПАО «Газпром» (GAZP), ПАО «Газпромнефть» (SIBN), ПАО «ЛУКОЙЛ» (LKOH), ПАО «НК «Роснефть» (ROSN), ПАО «Новатэк» (NVTK), ПАО «Башнефть» (BANE) и ПАО «Татнефть» (TATN). В качестве объясняющих переменных выступают «сырые» и избыточные месячные доходности указанных акций. Доходности вычислялись на основе данных о результатах торгов на Московской бирже за период с января 2015 по декабрь 2023 гг. Для корректировки доходностей акций на величину безрисковой ставки использовались краткосрочная ставка бескупонной доходности<sup>6</sup> (до 2022 г.) и доходность паев БПИФ Ликвидность УК ВИМ (с 2022 г.). Исследование охватывает период с января 2015 по декабрь 2023 гг.

В качестве объясняющих переменных в предварительном статистическом анализе доходностей акций использованы доходности индекса нефти и газа Московской биржи (MOEXOG), а также курс доллара США к рублю ввиду экспортно-ориентированного характера нефтегазовой отрасли.

Предварительный анализ доходности акций компаний нефтегазового сектора осуществлялся с использованием двухфакторной модели. В спецификацию модели были включены переменные имитирующие факторы рыночного и валютного рисков. Параметры модели оценивались по «сырым» доходностям акций

<sup>6</sup> Графики и значения КБД Московской биржи. Доступно: <https://www.moex.com/ru/marketdata/indices/state/g-curve>.

$$R_{i,t} = \alpha_i + \beta_{1,i} (R_{MOEXOG,t} - RF_t) + \beta_{2,i} R_{USDx,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

а также по избыточным

$$R_{i,t} - RF_t = \alpha_i + \beta_{1,i} (R_{MOEXOG,t} - RF_t) + \beta_{2,i} R_{USDx,t} + \varepsilon_{i,t}, \quad (2)$$

где  $R_{i,t}$  – доходность  $i$ -й акции в месяце  $t$ ;  $R_{MOEXOG,t}$  – доходность индекса нефти и газа Московской биржи в месяце  $t$ ;  $RF_t$  – безрисковая ставка в месяце  $t$ ;  $R_{USDx,t}$  – доходность валютной пары рубль/доллар в месяце  $t$ .

В качестве объясняющих переменных в процедуре тестирования гипотез исследования использовались показатели рентабельности собственного капитала ( $ROE$ ), рентабельности активов ( $ROA$ ), чистой рентабельности ( $NM$ ) и денежной рентабельности ( $CFOA$ ). Значения указанных показателей рассчитывались по данным промежуточных консолидированных финансовых отчетностей эмитентов, выгружены с сайта агентства «Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации»<sup>7</sup>. Для тестирования первой гипотезы использовался набор показателей эффективности деятельности эмитентов в отчетном периоде  $ROE_{q(t)}$ ,  $ROA_{q(t)}$ ,  $NM_{q(t)}$  и  $CFOA_{q(t)}$ , а для тестирования второй гипотезы – набор показателей периода, предшествующего отчетному  $ROE_{q(t)-1}$ ,  $ROA_{q(t)-1}$ ,  $NM_{q(t)-1}$  и  $CFOA_{q(t)-1}$ , где  $q(t)$  – номер квартала месяца  $t$ . В качестве контрольных переменных в анализ были включены переменные, характеризующие рыночную капитализацию эмитента ( $ME_i$ ), отношение балансовой оценки собственного капитала к рыночной капитализации ( $BV_{q(t)} / ME_t$ ) и накопленную доходность акции за предыдущие 12 месяцев без учета текущего и предыдущего ( $R_{i,t}^{12-1}$ ).

Для тестирования гипотез исследования используется двухэтапная процедура Fama & MacBeth [3, 10]. На первом этапе проводится параметрическая идентификация  $N$  факторных моделей, описывающих зависимость избыточных доходностей акций компаний нефтегазового сектора от набора объясняющих и контрольных переменных:

$$\begin{aligned} R_{1t} - RF_t &= \alpha_1 + \beta_1^T \mathbf{f}_t + \varepsilon_{1t}, \\ &\dots \\ R_{Nt} - RF_t &= \alpha_N + \beta_N^T \mathbf{f}_t + \varepsilon_{Nt}, \end{aligned} \quad (3)$$

где  $\alpha_i$  – риск-скорректированная доходность  $i$ -й акции;  $\mathbf{f}_t$  – вектор объясняющих и контрольных переменных в месяце  $t$ ;  $\beta_i$  – вектор факторных нагрузок;  $\varepsilon_{it}$  – ненаблюдаемая случайная ошибка.

На втором этапе для каждого уровня временных рядов доходностей акций проводится параметрическая идентификация  $T$  уравнений, описывающих зависимость избыточных доходностей от полученных на предыдущем этапе факторных нагрузок:

$$\begin{aligned} R_{1t} - RF_t &= \lambda_{01} + \lambda_1^T \hat{\beta}_1 + \varepsilon_{1t}, \\ &\dots \\ R_{Nt} - RF_t &= \lambda_{0T} + \lambda_N^T \hat{\beta}_N + \varepsilon_{Nt}. \end{aligned} \quad (4)$$

<sup>7</sup> Интерфакс – Центр раскрытия корпоративной информации. Доступно: <https://www.e-disclosure.ru>.

где  $\lambda_t$  – вектор факторных премий за риск в момент  $t$ ;  $\varepsilon_t$  – ненаблюдаемая случайная ошибка.

По результатам второго этапа формируются временные ряды оценок параметров при факторных нагрузках, для которых впоследствии вычисляются средние значения и  $t$ -статистики Стьюдента. Усредненные значения параметров интерпретируются как премии, обусловленные подверженностью соответствующим факторам риска, при условии, что остальные факторы риска остаются неизменными.

### Результаты исследования

Результаты параметрической идентификации двухфакторной модели по «сырым» доходностям приведены в табл. 1. Объясняющая способность полученных моделей варьируется в диапазоне от 34,5 до 77,2%.

Таблица 1

Оценки параметров двухфакторной модели по «сырым» доходностям

Тикер	$\alpha_i$	$\beta_{1,i}$	$\beta_{2,i}$	$R^2$	F-статистика
GAZP	0,005 [0,708]	0,859 *** [7,981]	-0,219 ** [-2,014]	0,431	39,813
SIBN	0,019 *** [3,840]	0,812 *** [10,671]	-0,098 [-1,281]	0,551	64,482
LKOH	0,013 *** [2,714]	1,018 *** [13,773]	-0,026 [-0,342]	0,659	101,568
TATN	0,014 *** [3,122]	1,082 *** [15,755]	-0,155 ** [-2,238]	0,731	142,685
ROSN	0,015 *** [2,874]	1,379 *** [17,282]	-0,269 *** [-3,336]	0,772	178,136
BANE	0,008 [1,078]	0,739 *** [76,681]	-0,128 [-1,628]	0,345	27,704
NVTK	0,014 ** [2,539]	1,085 *** [12,807]	0,028 [0,327]	0,620	85,786

Примечание. В квадратных скобках приведены значения статистик Стьюдента, тестирующих гипотезу о равенстве нулю соответствующего параметра регрессии. Символами \*\*\*, \*\* и \* отмечены уровни значимости 1, 5 и 10 %.

Доходность акций всех рассматриваемых эмитентов демонстрирует статистически значимую подверженность рыночному риску на уровне значимости менее 1 %. Наибольшая бета зафиксирована для акций ПАО «НК «Роснефть» (1,379;  $t = 17,282$ ), что свидетельствует о повышенной чувствительности этих акций к колебаниям рыночного индекса. Наименьшая бета наблюдается для акций компании ПАО «Башнефть» (0,739;  $t = 76,681$ ). Значимо отрицательное влияние курса доллара США к российскому рублю выявлено для доходностей акций компаний ПАО «Газпром», ПАО «Татнефть» и ПАО «НК «Роснефть». Как правило, рост валютной пары рубль/доллар наблюдается на понижательных фазах рынка и усиливает давление на до-

ходности акций. Статистически значимые свободные слагаемые, отражающие часть доходности акций, которая не объясняется факторами рыночного и валютного рисков, выявлены у всех компаний кроме за исключением ПАО «Газпром» и ПАО «Башнефть».

Оценки факторной структуры избыточных доходностей приведена в табл. 2. Объясняющая способность моделей изменилась незначительно и варьируется в прежних границах.

Таблица 2

Оценки параметров двухфакторной модели по избыточным доходностям

Тикер	$\alpha_i$	$\beta_{1,i}$	$\beta_{2,i}$	$R^2$	F-статистика
GAZP	-0,006 [-0,882]	0,865 *** [8,057]	-0,212 * [-1,961]	0,434	40,286
SIBN	0,008 [1,588]	0,818 *** [10,712]	-0,092 [-1,194]	0,552	64,615
LKOH	0,002 [0,397]	1,023 *** [13,791]	-0,019 [-0,256]	0,659	101,515
TATN	0,003 [0,633]	1,088 *** [15,898]	-0,149 ** [-2,154]	0,734	144,624
ROSN	0,004 [0,731]	1,385 *** [17,343]	-0,262 *** [-3,255]	0,773	178,681
BANE	-0,003 [-0,465]	0,745 *** [6,701]	-0,175 [-1,563]	0,345	27,634
NVTK	0,003 [0,521]	1,091 *** [12,872]	0,034 [0,402]	0,622	86,445

Примечание. В квадратных скобках приведены значения статистик Стьюдента, тестирующих гипотезу о равенстве нулю соответствующего параметра регрессии. Символами \*\*\*, \*\* и \* отмечены уровни значимости 1, 5 и 10 %.

Полученные оценки чувствительности избыточных доходностей акций к рыночному риску свидетельствуют об их робастности в отношении корректировки объясняемой переменной на величину безрисковой ставки. Подверженность избыточных доходностей валютному риску у акций ПАО «Газпром» (-0,212;  $t = -1,961$ ), ПАО «Татнефть» (-0,149;  $t = -2,154$ ) и ПАО «НК «Роснефть» (-0,262;  $t = -3,255$ ) также демонстрирует устойчивость. Статистически значимых свободных слагаемых получено не было. Это свидетельствует о том, что риск-скорректированная избыточная доходность полностью объясняется факторами систематического риска, включенными в модель.

Далее перейдем к тестированию рабочих гипотез исследования. В спецификациях моделей, приведенных в табл. 3, задействованы показатели рентабельности, относящиеся к тому же периоду, что и доходности акций. Этот прием позволяет тестировать гипотезу о том, что информация об эффективности деятельности компании закладывается в текущую цену акции.



Таблица 3

Результаты двухэтапной регрессии Fama & MacBeth для тестирования первой гипотезы

Факторы	Спецификации модели			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\lambda_0$	-4,19 [-0,66]	-3,71 [-0,64]	-1,37 [-1,12]	5,03 [0,89]
$R_t^{12-1}$	-0,07 ** [-2,08]	-0,02 [-0,79]	1,19 [0,99]	-0,01 [-0,43]
$\log(BV_{q(t)} / ME_t)$	-2,32 ** [-2,08]	-1,57 * [-1,80]	-2,96 * [-1,96]	-2,77 * [-1,92]
$\log BV_{q(t)}$	0,88 [1,24]	0,52 [0,78]	14,28 [1,04]	-0,42 [-0,64]
$ROE_{q(t)}$	-0,20 [-1,42]	-	-	-
$ROA_{q(t)}$	-	-0,18 [-0,37]	-	-
$CFOA_{q(t)}$	-	-	-4,38 [-1,14]	-
$NM_{q(t)}$	-	-	-	-0,16 * [-1,77]
$R_{average}^2$	0,662	0,729	0,792	0,723

Примечание. В квадратных скобках приведены  $t$ -значения статистик Стьюдента, тестирующих гипотезу о равенстве нулю соответствующего параметра регрессии.  $R_{average}^2$  представляет собой усредненный отдельно по каждой спецификации по всем моделям второго этапа процедуры Fama & MacBeth, коэффициент детерминации. Символами \*\*\*, \*\* и \* отмечены уровни значимости 1, 5 и 10 %.

Объясняющая способность полученных моделей в среднем варьируется от 66,2 до 79,2%. Устойчивый вклад в формировании премии за риск вносит только фактор «стоимости» компании-эмитента, оцениваемый через прокси-переменную, которая характеризует отношение балансовой оценки собственного капитала к рыночной капитализации. Кроме того, в первой спецификации статистически значимая компонента премии за риск получены для фактора, связанного с моментум-эффектом, оцененным через накопленную доходность за предшествующие 12 месяцев (без учета текущего и предыдущего месяца). В то же время в четвертой спецификации компонента премии за риск, приходящаяся на чистую рентабельность, статистически значима на уровне 10% и составляет – 0,16% в месяц ( $t = -1,77$ ), что соответствует теоретической модели. Таким образом, только одна из переменных интереса, описывающих рентабельность деятельности компании-эмитента, вносит значимый вклад в формирование премии за риск. Полученный результат, с одной стороны, свидетельствует об ограниченной объясняющей способности в отношении премии за риск у показателей рентабельности



компаний нефтегазовой отрасли. С другой стороны, он указывает на то, что инвесторы интерпретируют чистую рентабельность в текущем квартале как немедленное снижение операционного рычага, которое делает денежные потоки компании более предсказуемыми и менее волатильными, что мгновенно (в текущем периоде) снижает оценку риска их акций. Другие показатели не несут такого же сильного и мгновенного эффекта.

Перейдем к рассмотрению результатов тестирования второй гипотезы. В табл. 4 задействованы показатели рентабельности, взятые с лагом в один квартал, что позволяет исследовать влияние информации о прошлой эффективности компании на перспективную доходность акций. Результаты тестирования второй гипотезы раскрывают динамический механизм влияния фундаментальных показателей компаний на воспринимаемый инвесторами риск.

Таблица 4

Результаты двухэтапной регрессии Fama & MacBeth для тестирования второй гипотезы

Факторы	Спецификации модели			
	(1)	(2)	(3)	(4)
$\lambda_0$	1,05 [0,15]	-3,57 [-0,59]	-1,58 [-0,16]	10,3 [0,84]
$R_t^{12-1}$	-0,08 ** [-2,32]	-0,03 [-1,00]	0,02 [0,35]	-0,05 [-1,12]
$\log(BV_{q(t)} / ME_t)$	-2,19 * [-1,97]	-0,41 [0,49]	1,00 [0,68]	-0,42 [-0,32]
$\log BV_{q(t)}$	0,38 [0,49]	0,44 [0,60]	0,14 [0,12]	-1,06 [-0,79]
$ROE_{q(t)-1}$	-0,22 * [-1,65]	-	-	-
$ROA_{q(t)-1}$	-	0,21 [0,43]	-	-
$CFOA_{q(t)-1}$	-	-	-0,57 [-1,16]	-
$NM_{q(t)-1}$	-	-	-	-0,15 [-1,10]
$R^2_{average}$	0,665	0,716	0,795	0,718

Примечание. В квадратных скобках приведены *t*-значения статистик Стьюдента, тестирующих гипотезу о равенстве нулю соответствующего параметра регрессии.  $R^2_{average}$  представляет собой усредненный отдельно по каждой спецификации по всем моделям второго этапа процедуры Fama & MacBeth, коэффициент детерминации. Символами \*\*\*, \*\* и \* отмечены уровни значимости 1, 5 и 10 %.

Объясняющая способность моделей в среднем варьируется от 66,5 до 79,5%. Значимые компоненты премии за риск получены только в первой спецификации, причем как по знаку, так и по величине компоненты пре-

мии при контрольных переменных близки к полученным при тестировании первой гипотезы. Премия за фактор риска «стоимости» составила – 2,19% в месяц ( $t = -1,97$ ), а за фактор риска, связанный с моментум-эффектом – – 0,08% в месяц ( $t = -2,32$ ). Значимо отрицательная компонента премии за риск, приходящаяся на фактор операционной эффективности, оцениваемый через рентабельность собственного капитала эмитента, свидетельствует, что акции эмитента с высоким ROE воспринимаются рынком как менее рискованные, чем раньше. Высокие значения ROE в прошлом квартале служат для рынка сигналом, который снижает вероятность перспективного ухудшения финансового состояния компании и приводит к немедленному росту цены и, следовательно, к снижению будущей ожидаемой доходности. Таким образом, ROE как прямая мера доходности собственного капитала дает интегрированный сигнал для инвесторов, что компания способна создавать ценность для них.

Остальные показатели эффективности, включенные в анализ, безусловно, важны, но информация, которая в них содержится, оказывается недостаточно для немедленного пересмотра инвесторами стоимости акционерного капитала. По этой причине влияние этих показателей на премию за риск является скорее косвенным. Отсутствие значимых эффектов для ROA может объясняться его «зашумленностью» другими эффектами, связанными со структурой капитала. CFOA свидетельствует лишь о качестве прибыли, но ничего не говорит о формировании ценности для акционеров. NM мгновенно и полностью учитывается инвесторами только в отчетном периоде и по этой причине в периоде, следующем за отчетным, эта информация не обладает прогностической способностью.

### **Заключение**

В представленной работе рассматриваются динамические особенности механизма влияния фундаментальных показателей компаний на воспринимаемый инвесторами риск.

Выборочная совокупность охватывает период с января 2015 по декабрь 2023 гг. и включает данные о результатах биржевых торгов обыкновенными акциями ПАО «Газпром» (GAZP), ПАО «Газпромнефть» (SIBN), ПАО «ЛУКОЙЛ» (LKOH), ПАО «НК «Роснефть» (ROSN), ПАО «Новатэк» (NVTK), ПАО «Башнефть» (BANE) и ПАО «Татнефть» (TATN), данные промежуточных консолидированных финансовых отчетностей этих эмитентов, краткосрочную ставку бескупонной доходности, доходность паев БПИФ Ликвидность УК ВИМ, а также доходности индекса нефти и газа Московской биржи и курс доллара США. В качестве переменных интереса выступали рентабельность собственного капитала, рентабельность активов, чистая рентабельность и денежная рентабельность.

В ходе тестирования первой рабочей гипотезы (об объясняющей способности показателей операционной эффективности) были получены свидетельства того, что из всех переменных только чистая рентабельность об-

ладает объясняющей способностью в отношении премии за риск, поскольку мгновенно и полностью учитывается инвесторами только в отчетном периоде.

Результаты тестирования второй рабочей гипотезы (о прогностической способности показателей операционной эффективности) свидетельствуют, что в условиях информационного шума квартальной отчетности инвесторы выбирают для немедленного пересмотра систематического риска, проявляющегося в росте цены и снижении ожидаемой доходности акций, самый главный, результирующий показатель успеха с точки зрения владельца акций – рентабельность собственного капитала.

Исследование подтверждает гипотезы о связи эффективности деятельности эмитентов и доходности акций нефтегазовых компаний, а именно что различия в доходностях акций могут объясняться различиями в эффективности деятельности эмитентов в соответствующие периоды и то, что информация о текущей эффективности деятельности эмитентов обладает прогностической способностью в отношении будущей доходности их акций.

Результаты исследования имеют практическое значение для инвесторов и финансовых аналитиков, поскольку указывают на важность учета информации об операционной эффективности деятельности компаний при принятии инвестиционных решений. В то же время без дополнительных специальных исследований получение статистически значимых результатов в данной работе может лишь с определенной долей осторожности рассматриваться как основания для обобщения результатов на публичные компании, имеющие другую отраслевую принадлежность.

#### **Список источников**

1. Бадретдинова Г.Г. Инвестиционная привлекательность акций компаний нефтегазового сектора // *Тенденции развития науки и образования*, 2020, no. 66-3, с. 178-181.
2. Коротких В.В. Статистический анализ устойчивых фундаментальных аномалий в ценообразовании акций на российском рынке // *Экономический анализ: теория и практика*, 2024, т. 23, no. 1 (544), с. 91-112.
3. Коротких В.В. Сравнительный статистический анализ структуры премии за риск на фондовых рынках разных стран // *Вестник Воронежского государственного университета. Серия: Экономика и управление*, 2022, no. 2, с. 83–98.
4. Малкина М.Ю., Овчаров А.О. Финансовое заражение российских компаний от рынка нефти под воздействием санкционного и пандемического шока // *Финансовый журнал*, 2022, т. 14, no. 4, с. 8-28.
5. Савчина О.В., Бирюкова С.С., Бородин А.А. Анализ состояния и оценка развития нефтегазовой отрасли в современных условиях // *Вестник МГПУ. Серия: Экономика*, 2023, no. 1(35), с. 26-36.
6. Чистякова С.В. Оценка инвестиционной привлекательности нефтегазовой отрасли // *Журнал У. Экономика. Управление. Финансы*, 2022, no. 4 (30), с. 126-135.
7. Cohen R.B., Gompers P.A., Vuolteenaho T. Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions // *Journal of Financial Economics*, 2002, vol. 66, pp. 409-462.
8. Fama E.F., French K.R. Profitability, investment and average returns // *Journal of Financial Economics*, 2006, vol. 82, pp. 491-518.
9. Fama E.F., French K.R. A five-factor asset pricing model // *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 116, pp. 1-22.

10. Fama E.F., MacBeth J. D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests // *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 3 (81), pp. 607–636.
11. Gordon M.J., Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit // *Management Science*, 1956, vol. 3(1), pp. 102–110.
12. Graham B., Dodd D. *Security Analysis: The Classic 1937 Edition*. McGraw Hill Professional, 1934.
13. Haugen R.A., Baker N.L. Commonality in the determinants of expected stock returns // *Journal of Financial Economics*, 1996, vol. 41, pp. 401–439.
14. Novy-Marx R. The other side of value: The gross profitability premium // *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 108, pp. 1–28.
15. Piotroski J.D. Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers // *Journal of Accounting Research*, 2000, vol. 38, pp. 1–42.
16. Sloan R.G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? // *Accounting Review*, 1996, vol. 71, pp. 289–315.
17. Williams J. *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press, 1938.

---

# OPERATIONAL EFFICIENCY AND RETURNS OF OIL AND GAS COMPANY SHARES: EVIDENCE FROM MOSCOW EXCHANGE

---

**Korotkikh Viacheslav Vladimirovich**, Cand. Sci. (Econ.), Assoc. Prof.

Voronezh State University, 1 University Sq., Voronezh, Russia, 394018; e-mail: korotkikh@econ.vsu.ru

*Importance:* functioning as a cornerstone of the financial system, the stock market facilitates investment and economic growth, making it a focal point of Russian development policy. In the current economic landscape, Russian public policy is strategically focused on the development of this financial market segment. The oil and gas sector, representing roughly 46% of total market capitalization, is a dominant force on the Russian equity market.

*Purpose:* this study investigates the impact of operating efficiency in oil and gas companies on the returns of their common stock. *Research design:* the research design tests hypotheses on the explanatory and predictive power of corporate efficiency metrics. The central methodological framework for this analysis is the two-step Fama-MacBeth procedure. The study utilizes data from January 2015 to December 2023. *Results:* the findings provide evidence that corporate performance metrics significantly influence the excess returns of Russian oil and gas stocks. The authors conclude that these performance indicators possess explanatory power for contemporaneous returns and predictive power for future stock returns.

**Keywords:** Russian stock market, statistical analysis, risk premium.

## References

1. Badretdinova G.G. Investment attractiveness of shares of oil and natural gas sector companies. *Tendencies of development of science and education*, 2020, no. 66-3, pp. 178-181. (In Russ.).
2. Korotkikh V.V. Statistical analysis of stable fundamental anomalies in stock pricing on the Russian market. *Economic analysis: theory and practice*, 2024, no. 1, pp. 91-112. (In Russ.).
3. Korotkikh V.V. Term structure of risk factor premiums: evidence from international equity markets. *Proceedings of Voronezh State University. Series: Economics and Management*, no. 2, pp. 83-98. (In Russ.).
4. Malkina M.Yu., Ovcharov A.O. (2022). Financial Contagion of Russian Companies from the Oil Market under the Influence of Sanctions and Pandemic Shock. *Financial Journal*, vol. 14, no. 4, pp. 8-28. (In Russ.).
5. Savchina O.V., Biryukova S.S., Borodin A.A. Analysis of the state and assessment of prospects for the development of the Russian oil and gas industry in modern conditions. *MCU Journal of Economic Studies*, 2023, no. 1 (35), pp. 26-36. (In Russ.).
6. Chistyakova S.V. Assessment of investment attractiveness of the oil and gas industry. *Journal U. Economy. Management. Finance*, 2022, no. 4 (30), pp. 126-135. (In Russ.).
7. Cohen R.B., Gompers P.A., Vuolteenaho T. Who underreacts to cash-flow news? Evidence from trading between individuals and institutions. *Journal of Financial Economics*,

2002, vol. 66, pp. 409-462. (In Eng.)

8. Fama E.F., French K.R. Profitability, investment and average returns. *Journal of Financial Economics*, 2006, vol. 82, pp. 491-518. (In Eng.)

9. Fama E.F., French K.R. A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 2015, vol. 116, pp. 1-22. (In Eng.)

10. Fama E.F., MacBeth J.D. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. *Journal of Political Economy*, 1973, vol. 81, pp. 607-636. (In Eng.)

11. Gordon M.J., Shapiro E. Capital Equipment Analysis: The Required Rate of Profit. *Management Science*, 1956, vol. 3(1), pp. 102-110. (In Eng.)

12. Graham B., Dodd D. *Security Analysis: The Classic 1937 Edition*. McGraw Hill Professional, 1934. (In Eng.)

13. Haugen R.A., Baker N.L. Commonality in the determinants of expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 1996, vol. 41, pp. 401-439. (In Eng.)

14. Novy-Marx R. The other side of value: The gross profitability premium. *Journal of Financial Economics*, 2013, vol. 108, pp. 1-28. (In Eng.)

15. Piotroski J.D. Value investing: the use of historical financial statement information to separate winners from losers. *Journal of Accounting Research*, 2000, vol. 38, pp. 1-42. (In Eng.)

16. Sloan R.G. Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings? *Accounting Review*, 1996, vol. 71, pp. 289-315. (In Eng.)

17. Williams J. *The Theory of Investment Value*. Harvard University Press, 1938. (In Eng.)