

ИССЛЕДОВАТЕЛЬСКАЯ СТАТЬЯ

<https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2026-2-15>

УДК 332, 338, 657

JEL F20, M40



М. В. Родченков

Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова, г. Москва, Российская Федерация
Высшая Школа Управления, г. Москва, Российская Федерация

Межрегиональная сопоставимость условий функционирования отраслевого бизнеса¹

Аннотация. Разница оценок рынками капиталов результативности компаний энергетического сектора разных глобальных региональных объединений выступает важным фактором дифференциации условий ведения бизнеса. Цель исследования — выявить региональное распределение маржинальности в энергетическом секторе и оценить сопоставимость условий функционирования одноотраслевых компаний резидентов разных глобальных экономических регионов. Информационную базу исследования составили данные о рыночной капитализации и показатели маржинальности официальной корпоративной отчетности ведущих публичных отраслевых компаний. Оценка проводилась в разрезе 4 и 9 глобальных региональных объединений, выделенных по методологии Всемирного банка. Посредством многомерного регрессионного анализа установлены статистически значимые различия (6 уровней при десятибалльной шкале с вероятностью 0,92 для верхней и 0,31 для нижней границы) маржинальности отраслевых резидентов региональных объединений СНГ, Китая, Ближнего Востока и ядра ОЭСР. Полученные результаты подтверждают гипотезу о слабой связи маржинальности с капитализацией и более высокой маржинальности резидентов глобальных региональных объединений незападных экономик по отношению к западным отраслевым конкурентам. Превалирование доходов от биржевой игры на рынках экономик ядра ОЭСР обеспечивает высокую отраслевую капитализацию резидентов безотносительно к их результативности. От компаний развитых незападных экономик инвесторы ожидают операционной эффективности и дивидендов, а от западных — прежде всего высокой капитализации. Разница требований дифференцирует финансовую нагрузку на бизнес. Сделан вывод о более высокой эффективности и инвестиционной привлекательности отраслевого бизнеса СНГ и Ближнего Востока, а также необходимости пересмотра критериев одноотраслевых сопоставлений и повышения контроля регуляторами незападных экономик рыночных стратегий глобальных институциональных инвесторов. Результаты исследования могут быть полезны при разработке корпоративных стратегий развития и совершенствовании мер повышения эффективности управления рисками национальных рынков капитала.

Ключевые слова: институциональные инвесторы, глобальные региональные объединения, Большая тройка, МСФО, энергетический сектор, маржинальность, рыночная капитализация, инвестиционный доход

Для цитирования: Родченков, М. В. (2026). Межрегиональная сопоставимость условий функционирования отраслевого бизнеса. *Экономика региона*, 22(2), 447–460. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2026-2-15>

¹ © Родченков М. В. Текст. 2026.

Interregional Comparability of Operating Conditions for Industry Businesses

Abstract. This study investigates how capital markets evaluate energy sector companies across different global regional associations. It aims to identify the regional distribution of marginality in the energy sector and assess whether operating conditions are comparable for single-industry companies located in various global economic regions. The analysis is based on market capitalization data and marginality indicators derived from official corporate reports of leading publicly listed energy companies. The assessment covers four and nine global regional associations, as defined by World Bank methodology. Multivariate regression analysis reveals statistically significant differences in marginality levels (six levels on a ten-point scale, with probabilities of 0.92 for the upper bound and 0.31 for the lower bound) among industry participants in the CIS, China, the Middle East, and OECD core economies. The findings support the hypothesis of a weak relationship between marginality and market capitalization. Companies in non-Western economies are also found to exhibit higher marginality compared to their Western counterparts. The prevalence of stock market income in OECD core economies ensures high sectoral capitalization for firms in these regions, regardless of actual performance. Investors tend to expect operational efficiency and dividend payouts from companies in developed non-Western economies, while capital gains or high capitalization are expected from Western economies. These differing expectations create varying financial pressures on firms. In conclusion, sector-specific companies in the CIS and the Middle East demonstrate higher efficiency and investment attractiveness. These results highlight the need to revise criteria for peer-group comparisons and to strengthen regulatory oversight of global institutional investors operating in non-Western economies.

Keywords: institutional investors, global regional associations, Big3, IFRS, energy sector, marginality, market capitalization, investment income

For citation: Rodchenkov, M. V. (2026). Interregional Comparability of Operating Conditions for Industry Businesses. *Ekonomika regiona / Economy of regions*, 22(2), 447–460. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2026-2-15>

Введение

В современной экономике рыночная оценка стоимости публичного бизнеса является многогранной и подвержена влиянию контекстуального набора факторов, включающих многоуровневую конкуренцию (Porter, 2008). Способность обеспечить конкурентный высокий уровень рентабельности инвестированного капитала (ROIC) / прибыли на акцию (EPS) (Демидова, Богатов, 2023) либо в форме дивидендов, либо приростом рыночной стоимости выступает основным мерилем успешности бизнеса для инвестора. Соотношение фундаментальной доходности¹ бизнеса и рыночной доходности финансовых требований к нему (акций) (Brainard et al., 1990) влияет на предпочтительность выбора инвестором формы извлечения прибыли, при этом компании с более высокой фундаментальной доходностью интуитивно привлекательнее для инвесторов и должны стоить дороже конкурентов.

Однако рыночные показатели многих компаний слабо соответствуют классическим теоретическим постулатам. Оценка рынком одноотраслевых компаний резидентов ядра ОЭСР выше капитализации большинства резидентов разви-

тых незападных экономик, несмотря на их лучшие финансовые результаты и фундаментальную доходность, даже в экономических реалиях с двузначными учетными ставками, не представляемых для западных бизнесов. Вполне укладывающаяся в логику конкурентной борьбы и межрегиональных отношений (Татаркин, Юрганова, 2006), данный факт, с учетом международного статуса современных рынков капиталов, требует оценки с позиций значимости рыночной доходности финансовых требований на разных рынках, а также трансграничности отношений между инвестором и объектом инвестиций.

В развитых экономиках под влиянием большого числа факторов доходность финансовых требований дистанцируется от доходности реальных активов и может кратно превышать ее. Возможность получения высоких доходов в совокупности с агрессивным маркетингом, макроэкономической конъюнктурой и развитием информационных технологий способствуют росту количества участников и повышению финансовой емкости рынков капиталов. Так, на российском рынке² на конец II кв. 2025 г.

¹ Под фундаментальной доходностью фирмы понимается отношение чистого денежного потока к восстановительной стоимости ее физических активов (Brainard et al., 1990).

² Банк России. (2025). Обзор ключевых показателей брокеров за 2 квартал 2025 года. URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/57211/review_broker_Q2_2025.pdf (дата обращения: 11.11.2025).

количество юридических лиц на брокерском обслуживании достигло 50 тыс. ед. (+35 % г/г), а объем их портфелей — 15,1 трлн р. (+19 % г/г). Одновременно число розничных инвесторов превысило 37,2 млн чел. Нетто-взносы физических лиц на брокерские счета за год составили 574 млрд р. Общий объем средств, размещенных резидентами на брокерских счетах, составил 11 трлн р., из которых 28 % (2024 г. — 31 %) приходилось на акции.

Вливание на рынки капиталов дополнительной ликвидности за счет непрофессиональных инвесторов, часто являющихся резидентами иных региональных объединений, способствует высокой волатильности (Christensen et al., 2022). Она активно используется и управляется профессиональными инвесторами, интересантами высокой волатильности (IBV), включающими банки, брокеров, трейдеров, консультантов, институциональных инвесторов, активно участвующих в создании «хайпа» и значимо влияющих на «миграцию цен». Заметными участниками процесса являются глобальные инвестиционные фонды и институциональные инвесторы¹ (ГИФИ, Big3²), обладающие реальной рыночной властью определять тренды. По оценкам экспертов, им принадлежит более 70 % капитала американских компаний (Drobetz et al., 2025). Только BlackRock контролирует активы на сумму более 14 трлн долл.³ Достигнутый уровень характеризует лидера инвестиционного бизнеса как крупнейшего акционера примерно 88 % компаний, входящих в индекс S&P 500, в 38 таких компаниях он выступает главным собственником. Вместе Big3 управляют активами на сумму 22 трлн долл.⁴ и владеют примерно пятой частью всех акций S&P 500 (Fichtner et al., 2017).

Их деятельность, включая участие в советах директоров, способствует реактивному росту капитализации избранных компаний, смещению KPI стейкхолдеров на капитализацию (как, например, у Tesla), а интересов внесистемных инвесторов — на биржевую игру, переключая внимание на приобретение символов и виртуальных будущих выгод (Gummeson, 2007),

тем самым способствуя аллокации значительных финансовых ресурсов, иммобилизованных из других экономик, в контролируемые ГИФИ объекты инвестиций.

В итоге формируются финансовые потоки, обеспечивающие попавшим в «хайп» биржевым лидерам, в абсолютном большинстве случаев резидентам ядра ОЭСР, например, Tesla, Nvidia, темпы роста рыночной капитализации 1 трлн долл. / месяц⁵. Это же правило действует в обратную сторону, образуя своеобразный маятник. Частота мини-флэш-крахов со временем увеличивается (Flora & Renò, 2025). При наличии управляемой интересантами негативной информации рыночная капитализация быстро «сдувается», как это было с падением фактически на треть (со 130 тыс. долл. США до 90 тыс. долл. США)⁶ курса биткоина. Текущая амплитуда этого маятника достигает, по некоторым оценкам, 30 %⁷ на развитых западных рынках, способствует перетокам ликвидности и V-образным отскокам (Flora & Renò, 2025). В результате значительные финансовые ресурсы фиксируются у ГИФИ, повышая их инвестиционные возможности и рыночную власть в отношении других экономик.

При этом сами ГИФИ системно мониторят базовые отрасли и участвуют в капитале компаний стран БРИКС+, СНГ и других регионов. Например, до 2022 г. около 70 % акций в свободном обращении российских эмитентов находились во владении BlackRock, Fidelity, Lazard, и др. (Сегаль и др., 2025). Общая доля иностранных институциональных инвесторов перед началом СВО в российской экономике составляла 11 % (Drobetz et al., 2025). В энергетическом секторе России доля иностранного капитала составляла от 44 % до 19 % (Вавилина и др., 2025). Только после ответных решений Правительства РФ на введение со стороны G7+ в отношении российской экономики санкций доли участия иностранного капитала уменьшились в нефтегазовом секторе до 8,7 %; в секторе бурения — до 4,2 %, а в добыче угля — до 4,8 %⁸. На начало 2026 г. иностранный капитал в нефте-

¹ Взаимные фонды, ETF, публичные и частные пенсионные фонды, страховые компании, хедж-фонды и т. д.

² BlackRock, Vanguard, and State Street.

³ Srivastava, P., & Krauskopf, L. (15.01.2026). BlackRock's assets hit record \$14 trillion on fourth-quarter markets rally. Reuters. URL: <https://www.reuters.com/business/blackrock-fourth-quarter-profit-rises-etf-inflows-index-fund-demand-2026-01-15/> (дата обращения: 12.04.2026).

⁴ Blakeley, G. (2025). How asset managers like BlackRock took over the world. LSE Review of Books. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2025/06/16/how-asset-managers-like-blackrock-took-over-the-world-vulture-capitalism-extract-grace-blakeley/> (дата обращения: 10.03.2026).

⁵ YahooFinance. (2025). Nvidia (NVDA) Stock Trades Up, Here Is Why. URL: <https://finance.yahoo.com/news/nvidia-nvda-stock-trades-why-185050056.html> (дата обращения: 11.11.2025).

⁶ Хабидулина, Е. (2025, 25 февраля). Биткоин опустился ниже \$90 000 на фоне пошлин Трампа и взлома криптобиржи Bybit. Forbes. URL: <https://www.forbes.ru/investicii/531536-bitcoin-opustilsa-nize-90-000-na-fone-poslin-trampa-i-vzloma-kriptobirzi-bybit> (дата обращения: 11.11.2025).

⁷ Эксперт. (2025, 9 октября). Глава JPMorgan допустил скорый крах фондового рынка США. URL: <https://expert.ru/news/glava-jpmorgan-dopustil-skoryy-krakh-fondovogo-rynka-ssha/> (дата обращения: 11.11.2025).

⁸ Ведомости. (2024, 20 марта). Число юрлиц с иностранным участием в РФ за три года сократилось на треть. URL: <https://www.vedomosti.ru/business/news/2024/03/20/1026737-inostrannim-uchastiem-sokratilos> (дата обращения: 12.04.2026).

газосервисе не превышал 15 % с тенденцией его полного исключения или замещения на участие капитала дружественных стран ЕАЭС (Беларусь, Казахстан, Армения, Кыргызстан)¹.

Экономические условия на рынках капиталов вне ядра ОЭСР заметно отличаются от них. В растущих экономиках (например, России) объем инвестиционного ресурса ниже. Многие первичные инвесторы в IPO/SPO не уверены в беспроblemной реализации долевых инструментов (Сегаль и др., 2025). Биржевые игры и маркетинговые технологии строго контролируются регулятором². В таких условиях участники рынка капиталов, включая ГИФИ, фокусируются на дивидендах. Для получения дохода они требуют маржинальности бизнеса, обеспечивающей исполнение обязанностей эмитента, фокусируясь на «неустанном выжимании прибыли» из своих активов без инвестиций в бизнес³.

Разница в балансе видов доходов инвесторов на рынках капиталов разных региональных объединений определяет разные условия ведения бизнеса одноотраслевых эмитентов. Изъятие ГИФИ части финансовых ресурсов от резидентов одних экономик при пропуске других формирует условия возникновения конфликта интересов других стейкхолдеров (Jensen, 2010) резидентной экономики эмитента. Позиция инвесторов объясняется устами Баффета⁴ недоверием к эффективному реинвестированию прибыли. В условиях построения многополярности (Сюй, Чжао, 2025) и геополитической фрагментации мировой экономики (Хейфец, 2024) это возможно рассматривать как фактор межрегиональной конкурентной борьбы, способствующей селективному ужесточению условий ведения бизнеса. Поэтому, опуская влияние других отчетных показателей и факторов фундаментального анализа, исследование взаимосвязи рыночной капитализации с маржинальностью компаний разных глобальных региональных объединений представляется актуальной научной задачей.

¹ Вихров, П. (2026, 24 марта). Не возьмут в разведку: иностранцев хотят выдвинуть из нефтесервиса в России. Известия. Экономика. URL: <https://iz.ru/2064573/pavel-vikhrov/ne-vozmут-v-razvedku-inostrancev-hotyat-vydavit-iz-nefteservisa-v-rossii> (дата обращения: 15.04.2026).

² Банк России. (2023). Обзор рисков финансовых рынков, 7(76). URL: https://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45205/ORFR_2023-07.pdf (дата обращения: 11.11.2025).

³ Blakeley, G. (2025). How asset managers like BlackRock took over the world. LSE Review of Books. <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2025/06/16/how-asset-managers-like-blackrock-took-over-the-world-vulture-capitalism-extract-grace-blakeley/> (дата обращения: 10.03.2026).

⁴ Raisinghani, V. (August 26, 2024). 'I do believe in dividends': Warren Buffett once shared his dividend test for maximizing profit — do your stocks pass? YahooFinance. URL: <https://finance.yahoo.com/news/> (дата обращения: 11.11.2025).

Целевой отраслью определен энергетический сектор, характеризующийся достоверными доступными данными, мировой и национальной экономической значимостью, представленностью на международных рынках капитала и широким геополитическим охватом.

Цель и задачи исследования — определить региональный ландшафт маржинальности в энергетическом секторе и оценить сопоставимость условий функционирования одноотраслевых компаний резидентов разных глобальных региональных объединений.

Рассматривается гипотеза: (H1) в современных условиях рыночная капитализация слабо связана с маржинальностью бизнеса; (H2) маржинальность компаний — резидентов ядра ОЭСР (G7) ниже, чем у компаний-резидентов других экономически развитых региональных объединений.

Новизна исследования определяется получением сравнительных оценок взаимосвязи рыночной капитализации и маржинальности отраслевых компаний резидентных экономик разных глобальных региональных объединений в условиях многополярности.

Обзор эмпирических исследований

Проблематика межрегиональной сопоставимости рыночных оценок является предметом междисциплинарного дискурса и рассматривается в разных аспектах различными теориями и концепциями, включая теории рынка, стейкхолдеров, конкуренции и межрегиональных отношений. Абстрагируясь от множества исследований механизмов и условий ценообразования на рынках капиталов развитых экономик, баланс видов доходов инвесторов определяет специфичность локальной рыночной среды: финансовая насыщенность, степень развития и интеграции информационных технологий; жесткость регуляторного контроля; внутриэкономическая, в том числе фискальная, политика.

На развитых рынках смещению акцента в доходах на биржевые игры способствуют профессиональные участники рынка, включая ГИФИ, заинтересованные в увеличении количества и объемов услуг клиентам, наличии инструментов с высокой рыночной ценой, увеличении рыночных оценок капиталов под их управлением, а также инфлюенсеры⁵. Возможность указанных акторов влиять на рыночные тренды и повышать мультипликатор волатильности ограничивается жесткостью национальных регуляторов.

Инструментами достижения целей ИВВ выступают методические упущения международ-

⁵ Инфлюенсер — блогер, имеющий обширную и лояльную аудиторию, которая прислушивается к его мнению и следует его рекомендациям и советам.

ных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и современные маркетинговые технологии. Отмечаемое специалистами несовершенство методических положений теории справедливой рыночной стоимости (Lev, 2018) и отсутствие в МСФО эффективного инструмента учета изменения рыночных факторов (Родченков, 2026) способствуют легальному отрыву отраженных в отчетности стоимостных оценок от фактических активов.

Влияние современных маркетинговых технологий на рыночные оценки проявляется в чрезмерной самоуверенности (Aljifri, 2023) или стадном поведении участников рынка (J & Julie, 2024), часто обусловленных страхом, жадностью и синдромом упущенной выгоды (FOMO) (Hodkinson, 2019). Этому же способствуют социальные сети (Wang et al., 2020), чьи платформы активно используют инфлюенсеры (Верников и др., 2025). На российском рынке отмечено их участие в случаях манипулирования через аудиторию акциями компаний второго и третьего эшелонов с малой капитализацией¹.

Баланс рыночных доходов также зависит от налогового режима национальных экономик соответствующих рынков капиталов. Так, в некоторых юрисдикциях ядра ОЭСР (например, в США, Канаде, Швеции) налоги на заработную плату и дивиденды выше, чем на прирост капитала (*capital gain*) (Rydqvist, 1997). Разница в ставках популяризирует хранение пенсионных накоплений (RSP) в инструментах фондового рынка (Reside et al., 1994). Эти аспекты способствуют приоритету доходов от перепродажи биржевых инструментов.

Параметры рынков вне ядра ОЭСР вариативны, поскольку разнятся и сами экономики, например, России и Китая, но в условиях многополярности специалисты на основе гравитационного моделирования (Anderson & van Wincoop, 2003) отмечают признаки тренда на их сближение. Налоговые ставки выступают инструментом для поддержки привлечения иностранных инвестиций, выступая слагаемым конкурентоспособности экономики и ее международной инвестиционной привлекательности. Так, на российском рынке ставка налога на дивиденды составляет от 13 % до 15 %² и сопоставима с НДФЛ и налогом на прибыль, что с учетом степени экономи-

ческого развития формирует конкурентные условия для бизнеса.

Государство как акционер ведущих публичных компаний также активно влияет на их дивидендную политику в интересах поддержания стабильности экономического развития (Татаркин, Юганова, 2006). В таком случае разные интересы стейкхолдеров могут способствовать усилению нагрузки на бизнес (Jensen, 2010).

С учетом вышеизложенного важно отметить, что вариативности рыночных оценок способствуют характеристики рыночной среды: чем выше уровень экономического развития и накопленного капитала, тем выше возможности ИВВ и вероятность смещения фокуса доходов участников рынка на биржевую спекулятивную маржу. Вполне объяснимо, что ГИФИ стремятся максимально использовать возможности мультипликатора волатильности для извлечения доходов за счет средств других участников, а на рынках с более жестким контролем регуляторов и меньшими объемами свободных средств — для биржевых игр, за счет дивидендов, источником которых является сам бизнес; при этом все финансовые потоки направлены на резидентный рынок капиталов ГИФИ, абсорбируя инвестиционные ресурсы других экономик и рынков капиталов. При трансграничных отношениях между инвестором и объектом инвестиций важным фактором возможностей инвестора по изъятию части финансовых ресурсов компании является активность других стейкхолдеров с несовпадающими с ГИФИ интересами.

Методы и данные

Логика и этапы исследования

Рассматривалось соотношение рыночной капитализации и маржинальности компаний в разрезе их резидентства в соответствующем региональном объединении (глобальном (ГРО) / агрегированном глобальном (АГРО)). Исследовательский подход строился с учетом апробированного (Родченков, 2024) использования методологии компаративного анализа, регрессионных построений, многомерного анализа и применения аугментации данных (*Data augmentation*, *DA*). Тестирование взаимосвязи маржинальности и рыночной капитализации компаний проводилось посредством рангового теста Уилкоксона³ через оценку различий между двумя группами (маржинальные vs убыточные), измеренными с использованием порядковой шкалы. Ранговые тесты более устойчивы к выбросам, поскольку вместо самих значений оперируют рангами и соответствуют задачам исследования.

¹ ПАО «Россети Юг», ПАО «ГИТ», ПАО «Пермэнергосбыт» и ПАО «Саратовэнерго».

² Федеральный закон «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации, отдельные законодательные акты Российской Федерации и признании утратившими силу отдельных положений законодательных актов Российской Федерации» от 12.07.2024 № 176-ФЗ.

³ Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test.

Методы DA широко используются для решения задач предиктивного моделирования предсказания абсолютной оценки объекта по порядковой шкале (Sader et al., 2019). Для минимизации потребностей в расчетных мощностях аугментация (*augmentation*) включала расширение данных для уточнения распределения исследуемого признака по категориям ГРО с трансформацией данных из категориальных (4-уровневых) в порядковые (9–10-уровневые). Это позволило для оценки вероятности ассоциации между элементом выборки и соответствующим ГРО использовать модели мультиномиальной (Greene, 2012) и упорядоченной логистических регрессий (*multinomial logit models / MLM; ordered logit models / OLM*).

В построенной MLM-модели коэффициент при регрессоре каждой категории отражает изменение риска ассоциации соответствующего уровня маржинальности бизнеса (степени выраженности признака) с сопоставляемой категорией АГРО по сравнению с базовой.

Для получения простой структурированной модели распределения уровней маржинальности отраслевого бизнеса по девяти упорядоченным региональным объединениям использована порядковая регрессия (Tutz, 2022). В состав предикторов OLM включены переменные, отражающие четыре уровня переменной Уровень Маржинальности. Линейная функция независимых переменных и набор точек отсечения каждого уровня формируют базовую оценку. При этом вероятность наблюдения результата (i) соответствует вероятности того, что оцененная линейная функция плюс случайная ошибка (ε) находится в диапазоне точек отсечения, соответствующих рассматриваемому результату (1):

$$Pr(j = i) = Pr(k_{i-1} < \beta_1 x_{1j} + \beta_2 x_{2j} + \dots + \beta_k x_{kj} + \varepsilon_j \leq k_i) \quad (1)$$

где $\beta_1, \beta_2, \dots, \beta_k$ — коэффициенты при переменных; $x_{1j}, x_{2j}, \dots, x_{kj}$ — независимые переменные наблюдения j для каждого ранга регионального объединения; $k_1, k_2, \dots, k_{i-1}$ — точки отсечения, где k — число возможных исходов, причем, k_0 принимается равным $-\infty$, а k_k — равным $+\infty$. При девяти региональных объединениях количество точек отсечения равно 8.

Таким образом, упорядоченный логит способствует более точной оценке влияния отдельных регрессоров на целевую переменную, что повышает прикладную значимость результатов.

Для объясняющих переменных по каждому выделенному региону (ГРО) были рассчитаны прогнозные вероятности (*margin*), позволяющие более точное определение границ и оценку силы взаимосвязи в соответствующих парах (ГРО и объясняющих переменных).

Надежность результатов тестирования обеспечивалась применением специализированного аналитического комплекса STATA.

Исследование проводилось последовательным решением задач, предусматривающим сбор массива первичных данных, выполнение программы тестирования, обсуждение полученных результатов и формирование итоговых выводов.

Формирование выборки

После дефрагментации первичных данных выборка включает 55 публичных компаний, представляющих преобладающую долю глобального энергетического сектора, операционная активность которых сосредоточена и включает разные сферы жизненного цикла (от разведки и добычи до торговли) углеводородных энергоносителей. Выборка строилась с учетом максимизации широты регионального резидентства элементов.

Концептуальное структурирование ГРО

С учетом дискуссионности понятия «регион» (Татаркин, Юрганова, 2006) и расширения проявлений геополитического регионализма (Хейфец, 2024) структурирование произведено на основе модифицированного под задачи исследования методического подхода Группы Всемирного банка для глобального ранжирования национальных экономик по уровню благосостояния с разной степенью агрегации данных¹. Следуя этой методологии, из 217 национальных экономик, включенных в региональные классификации и классификации доходов, Всемирным банком выделяются четыре глобальных региона и семь регионов (Africa, Asia-Pacific, China, Europe, India, Latin America, North America)² при повышении степени аналитичности. При этом состав регионов при семи элементах модифицируется (Middle East, North Africa, Afghanistan & Pakistan; Europe & Central Asia; East Asia & Pacific; Sub-Saharan Africa; Latin America & Caribbean; South Asia; North America) при исследованиях распределения богатства³. Поэтому, сообразно целям настоящего исследования, количество элементов было увеличено на два ГРО (СНГ, Ближний Восток) с переносом акцента с геоэкономиче-

¹ The World Bank Group. (2025). Sources and Methods. URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/sources-and-methods.html> (дата обращения: 11.11.2025).

² The World Bank Group. (2025). The World by Income and Region. URL: <https://datatopics.worldbank.org/world-development-indicators/the-world-by-income-and-region.html> (дата обращения: 11.11.2025).

³ Lu, M. (2023, 27 декабря). Charted: The Global Distribution of Wealth, by Region. Visual Capitalist. URL: <https://www.visualcapitalist.com/global-distribution-of-wealth-by-region/> (дата обращения: 11.11.2025).

Таблица 1

Описательная статистика переменных

Table 1

Descriptive Statistics of Variables

Переменная	Среднее	Станд. отклонение	Min	Max
<i>Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test</i>				
МаржType / MargType	0,6364	0,4866	0	1
<i>mlogit robust / MLM</i>				
RegionSimpleRank	3,0000	0,8607	1	4
УрМарж10 / MargLevel10	2,5455	1,8340	1	10
<i>ologit / OLM</i>				
RegionRank	5,8364	2,4096	1	9
<i>УровеньМаржинальности / MarginLevel</i>				
2	0,3091	0,4664	0	1
3	0,1636	0,3734	0	1
4	0,2000	0,4037	0	1

Источник: расчеты автора.

Результаты

Итоги тестирования влияния маржинальности на рыночную капитализацию

Для тестирования состоятельности H1 все компании в выборке были разделены по критерию маржинальности на две независимые группы (маржинальные vs убыточные). Результаты проведенного теста Уилкоксона³ (Prob > |z| = 0,1643; Exact prob = 0,1699) указывают на отсутствие статистически значимой разницы между рыночной капитализацией убыточных или маржинальных компаний при установленном уровне значимости $\alpha = 0,05$.

Результаты регрессионного анализа

В модели MLM с фиксированными эффектами (*robust*) для всех категорий полученные значения коэффициентов характеризует статистическая существенность ($(P > |Z|) \leq \alpha$). Значение коэффициента при УрМарж10 (-1,0257) в категории Region SimpleRank1 (АГРО-1=Африка) указывает на адекватное снижение вероятности резидентства АГРО-1 при увеличении уровня маржинальности относительно вероятности на базовом уровне АГРО-3 (СНГ, Ближний Восток, Бразилия, Китай). Аналогичная взаимосвязь характерна для всех остальных категорий Region Simple Rank. Таким образом, для базового уровня АГРО-3 вероятность более высокой маржинальности выше, чем в других категориях. Наиболее заметная разница в трендах рассчитана для категории АГРО-4 (Евросоюз, США, Канада, Англия, Япония), то есть увеличение переменной УрМарж10 на 1 ед. снижает вероятность соотношения фактически с G7 относительно базовой категории, фактически БРИКС+.

ского на геополитико-экономическое деление (Татаркин, Юрганова, 2006; Сюй, Чжао, 2025).

К критериям формирования ГРО отнесены уровень развития рынков капитала, их емкость, технологическое обеспечение, финансовое состояние экономики. По совокупности признаков все элементы выборки были включены в соответствующие региональные объединения.

С учетом указанных аспектов были сформированы два набора ГРО: 4- и 9-элементного состава, и назначены категориальные переменные:

(а) «RegionSimpleRank» для 4-элементного состава глобальных региональных объединений (агрегированных) (АГРО), включая: 1 — Африка; 2 — Южная и Центральная Америка; Азиатско-Тихоокеанский регион (АТР); 3 — СНГ, Ближний Восток, Бразилия, Китай (БРИКС+); 4 — Евросоюз, США, Канада, Англия, Япония (G7);

(б) «RegionRank» для девяти глобальных региональных объединений (ГРО), с предназначенными значениями: 1 — Африка; 2 — АТР; 3 — Южная и Центральная Америка; 4 — Индия; 5 — Китай; 6 — СНГ; 7 — Ближний Восток; 8 — Евросоюз и Великобритания; 9 — Северная Америка.

Назначение переменных

В качестве переменных приняты соответствующие значения маржинальности (табл. 1).

В регрессионных моделях также использованы порядковые переменные уровня маржинальности бизнеса: Уровень Маржинальности¹ — по 4-балльной шкале; УрМарж10² — по 10-балльной шкале. Шкалирование предусматривает возрастание порядкового номера по мере повышения маржинальности. Размер шкалирования по 4- и 10-балльной шкале обусловлен проверкой распределения вероятностей при применении порядковых данных, размеченных по типу шкалы Ликерта, и при количественных непрерывных данных. Для получения оценки распределения маржинальности по АГРО использована переменная с 10-балльной шкалой. С учетом полученных результатов для облегчения последующей категоризации ГРО по уровню маржинальности использовалась переменная с 4-балльной шкалой.

В качестве базовых категорий были назначены: в OLM — УровеньМаржинальности 1, то есть «отрицательный / нулевой»; в MLM — Region impleRank 3, то есть СНГ, Ближний Восток, Бразилия, Китай (фактически БРИКС+) (АГРО-3).

¹ Где Уровень Маржинальности 1 (отрицательный / нулевой $x \leq 0$), Уровень Маржинальности 2 (низкая $0 < x < 10 \%$), Уровень Маржинальности 3 (средняя $10 \% \leq x < 20 \%$) и Уровень Маржинальности 4 (высокая $20 \% \leq x$).

² Где УрМарж10 (1(1)10).

³ Two-sample Wilcoxon rank-sum (Mann-Whitney) test.

Таблица 2

Результаты OLM/MLM для оценки вероятности соотнесения уровня маржинальности бизнеса с резидентством в АГРО / ГРО

Table 2

OLM/MLM Results for Assessing the Probability of Matching Business Profitability Levels with Residency in AGRA / GRA

Модели	MLM	OLM
Переменные \ Шкала измерений	Coefficient	Coefficient
RegionSimpleRank	—	—
1 # УрМарж10	-1,0257**	—
2 # УрМарж10	-0,3334*	—
3 # УрМарж10	Базовый	—
4 # УрМарж10	-1,3817*	—
RegionRank	—	—
1 # УровеньМаржинальности	—	Базовый
2 # УровеньМаржинальности	—	-3,1003***
3 # УровеньМаржинальности	—	-2,7867***
4 # УровеньМаржинальности	—	-2,2765***
/cut1	—	-5,3038***
/cut2	—	-4,3586***
/cut3	—	-3,9339***
/cut4	—	-3,1894***
/cut5	—	-2,9074***
/cut6	—	-1,6508***
/cut7	—	-0,9912*
/cut8	—	0,3195

Примечание. * $p \leq 0,1$; ** $p \leq 0,05$; *** $p \leq 0,01$.

Источник: расчеты автора.

Построенная модель OLM удовлетворяет ($LR\chi^2(8) = 20,79$; $Pseudo R^2 = 0,0916$; $Prob > \chi^2 = 0,0001$) требованиям исследования (табл. 2). В модели для трех объясняющих переменных получены статистически значимые результаты, что указывает на наличие статистически значимых признаков различий резидентной принадлежности бизнеса с разными уровнями маржинальности к соответствующему ГРО переменной RegionRank. Причем, все коэффициенты имеют отрицательные значения, что показывает на снижение вероятности ассоциации безубыточных (маржинальных) компаний с высокими уровнями переменной RegionRank ГРО (8, 9).

Итоги тестирования частной маржинальности объясняющих переменных

Для переменной Region Simple Rank_УрМарж10 с 40 уровнями¹ статистически значимые показатели прогнозных вероятностей рассчитаны для 16 уровней. Наибольшие значения вероятности (0,959; 0,944 и 0,923) соотносятся с высокомаржинальным бизнесом в категории АГРО-3, для которой значимы вероятности на девяти уровнях. В категориях АГРО-1 и АГРО-

4 статистически значимы прогнозные вероятности для бизнеса с низкой и отрицательной маржинальностью (уровни 1.2 и 4.2). Для категории АГРО-2 наиболее высокие (0,259–0,228) вероятности соответствуют низкомаржинальным бизнесам (уровни 2.2–2.4).

Значимая разница вероятностных оценок между категориями АГРО-3 (зеленый цвет) и АГРО-4 (оранжевый цвет) (рис. 1) подтверждает различия в структуре маржинальности бизнесов указанных регионов.

Для переменной RegionRank_УровеньМаржинальности², границы влияния статистически значимых прогнозных вероятностей различны для каждой категории RegionRank на разных уровнях маржинальности бизнеса. В большинстве случаев вероятность невысока. Наиболее высокая вероятность (0,421) рассчитана для ассоциации убыточных компаний с категорией ГРО-9 (Северная Америка). Устойчивые характеристики вероятностной маржинальности рассчитаны для категории ГРО-6 (СНГ). Вероятность резидентной принадлежности бизнеса к этой категории растет с повышением уровня маржинальности от 0,262 для низкого и 0,287 для среднего уровня, до 0,304 у высокомаржинальных компаний.

Графическое построение четче визуализирует распределение вероятностных ассоциаций по уровням маржинальности бизнеса (рис.2).

Таким образом, исходя из наиболее высоких значений вероятностей по уровням маржинальности, в каждой категории RegionRank возможно выделить статистически значимые признаки маржинальности бизнеса по каждому ГРО (табл.3).

Обсуждение результатов

Полученные статистически значимые результаты подтверждают состоятельность гипотезы исследования. По итогам выполнения программы тестирования определено отсутствие статистически значимого влияния маржинальности элементов выборки на рыночную капитализацию; выделено устойчивое разделение уровней маржинальности отраслевых компаний, составляющих три агрегации: (1) являющихся резидентами экономик СНГ (ГРО-6); Ближнего Востока (ГРО-7) и Китая (ГРО-5); (2) резидентов экономик с контролируруемыми G7 международными рынками капитала (ГРО-8 и ГРО-9); (3) остальные компании Глобального Юга (ГРО 1-4) с положительной операционной эффективностью, поскольку при отсутствии развитых рынков капиталов убыточные компании просто не выживают в условиях их экономик.

¹ Образованы 10 уровнями маржинальности (УрМарж10) и 4 категориями RegionSimpleRank (АГРО).

² Образованы 36 уровней (9 категорий RegionRank и 4 уровня маржинальности (УрМарж)).

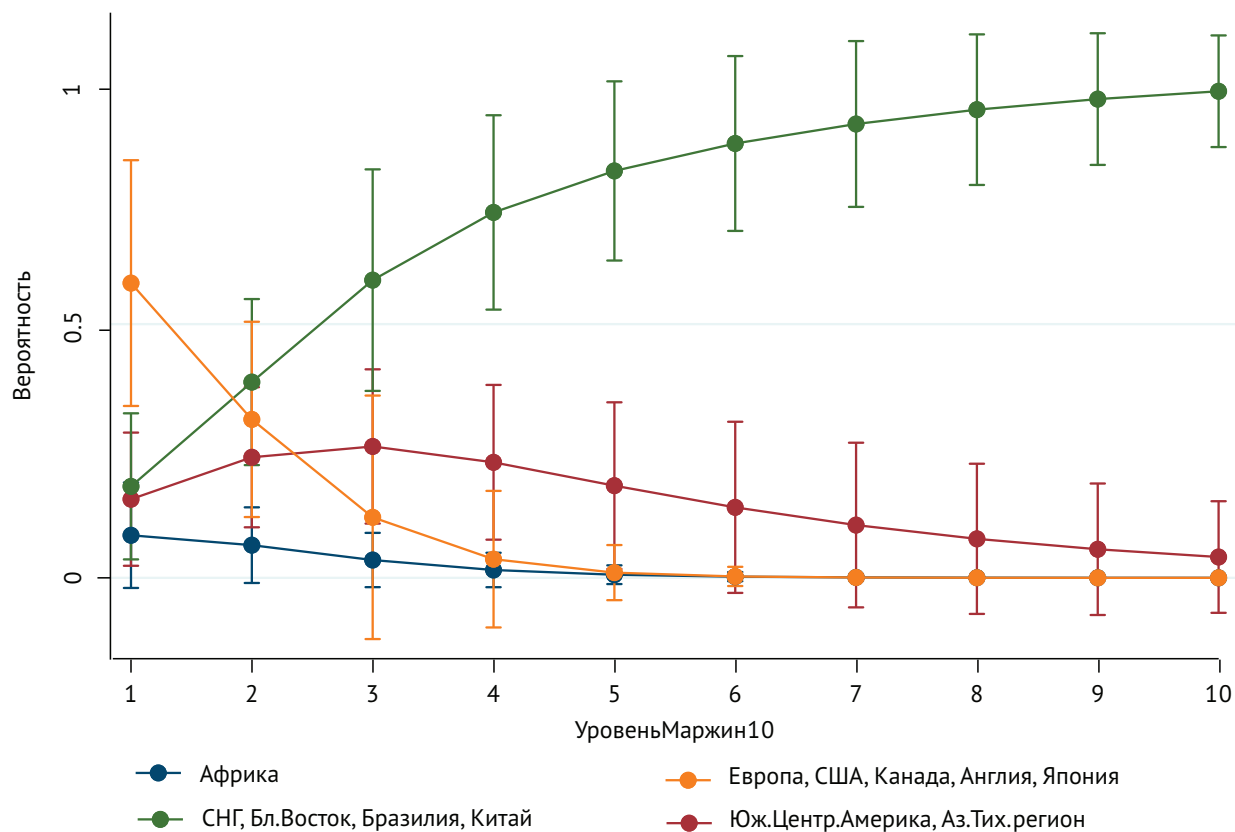


Рис. 1. Вероятностные значения для RegionSimpleRank_УрМарж10 (источник: расчеты автора)

Fig. 1. Probabilistic values for the RegionSimpleRank_MargLevel10 (Source: calculated by the author)

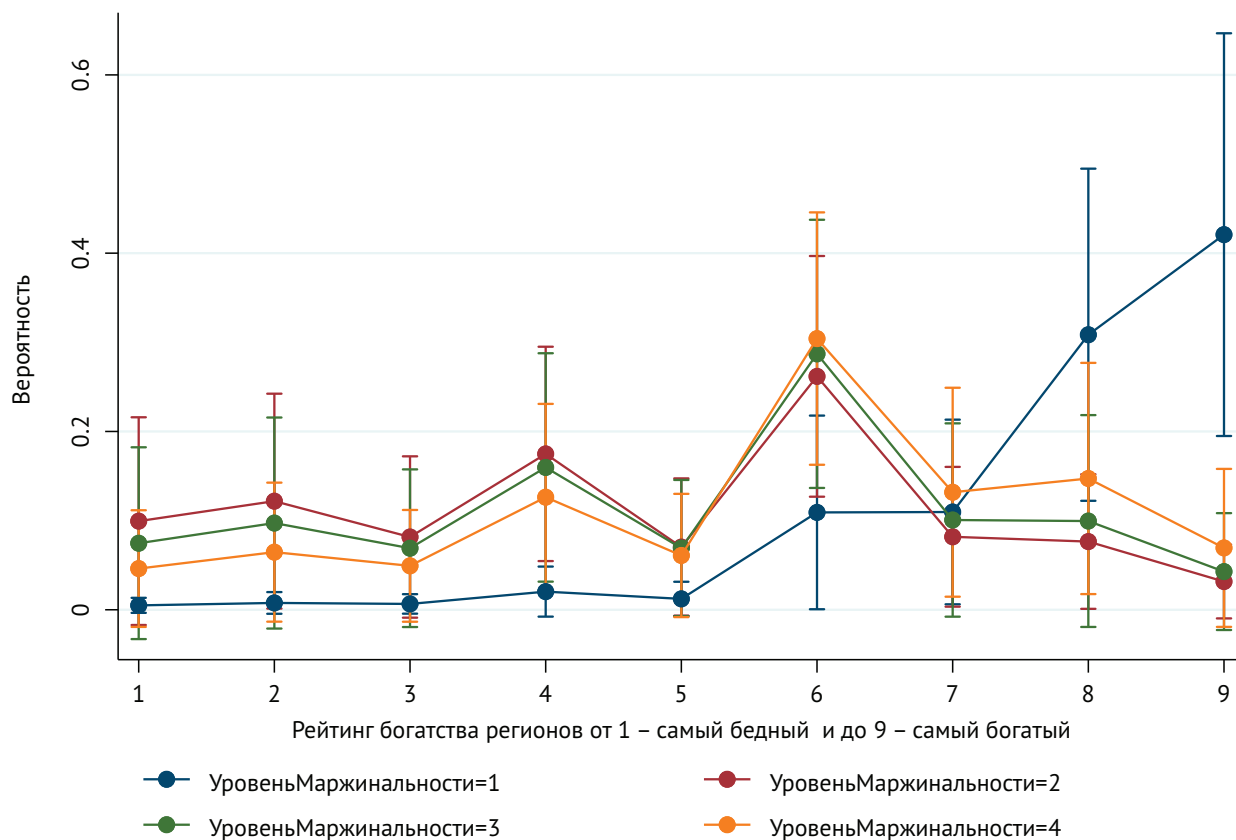


Рис. 2. Прогнозные значения для RegionRank_УровеньМаржинальности (источник: расчеты автора)

Fig. 2. Predicted values for the RegionRank_MarginLevel (Source: calculated by the author)

Таблица 3

Лучшие статистически значимые прогнозные вероятности маржинальности бизнеса по ГРО

Table 3

Best Statistically Significant Predicted Probabilities of Business Marginality by GRA

№	Глобальное региональное объединение	Вероятностный Уровень Маржинальности			
		1 (убыток)	2 (низкий)	3 (средний)	4 (высокий)
1	Африка	—	+	—	—
2	АТР	—	+	—	—
3	Южная и Центральная Америка	—	+	—	—
4	Индия	—	+	—	—
5	Китай	—	—	+	—
6	СНГ	—	—	—	+
7	Ближний Восток	—	—	—	+
8	Евросоюз и Великобритания	+	—	—	—
9	Северная Америка	+	—	—	—

Источник: расчеты автора.

Установленные соотношения свидетельствуют об обоснованности допущения отсутствия необходимости у отраслевых компаний — резидентов крупнейших западных рынков обеспечивать текущую доходность инвестиций в их капитал. Вкупе с относительно высокой отраслевой капитализацией это формирует более лояльные условия ведения бизнеса по сравнению с переросшими региональные рынки капиталов и имеющими более сбалансированные соотношения маржинальность vs капитализация компаниями СНГ и Китая, от которых ГИФИ требуют результата и отдачи в текущем периоде, а не в перспективе.

Это ужесточает условия функционирования отраслевого бизнеса развитых экономик вне ядра ОЭСР и влечет несопоставимость оценок эффективности и результативности одноотраслевых компаний. С другой стороны, обеспечиваемая в более жестких условиях эффективность отраслевого бизнеса определяет его конкурентное преимущество перед инвесторами.

Обоснованность интерпретации полученных значений и сформулированных на их основе суждений и выводов может измениться при проведении исследований на других отраслевых выборках с другими атрибутами рыночной среды, поскольку на уровне маржинальности отраслевых компаний, вероятно, сказались последствия применения различных корпоративных стратегий в условиях форс-мажора пандемии COVID-19.

Проведенное исследование вносит вклад в дискуссию по проблемам выделения факторов обеспечения сопоставимости качественных оценок эффективности одноотраслевого бизнеса в условиях межрегиональной конкуренции и расширения геополитического регионализма.

Заключение

По итогам исследования получены подтверждения слабой связи маржинальности

с капитализацией в глобальном энергетическом секторе, а также более низкой маржинальности компаний резидентов ядра ОЭСР (G7), по сравнению с компаниями — резидентами других развитых экономик. Таким образом, цель исследования достигнута.

Также тестированием выявлены признаки взаимосвязи маржинальности отраслевых компаний с уровнем развития рынков капиталов их резидентных экономик. Накопленные финансовые ресурсы на крупнейших западных рынках капиталов, налоговые аспекты и сформированная индустрия инвесторов высокой волатильности определяют миграцию основных доходов участников рынка с классического дивидендного дохода на спекулятивный доход от курсовой разницы купли-продажи финансовых инструментов и прирост капитала (*capital gain*). Используя больший мультипликатор волатильности, ГИФИ обеспечивают переток ликвидности на свои резидентные рынки и повышают свои инвестиционные возможности в отношении бизнесов базовых отраслей развивающихся экономик. Создание системы (Григорьева, Колмыкова, 2020), затрудняющей справедливую оценку стоимости акций компаний, формирует не просто заинтересованность собственников компании в увеличении стоимости бизнеса, но в первую очередь выступает критерием полного контроля бизнеса и возможностей манипуляции на любых рынках с участием Big3. Такая тенденция создает условия реализации системных рисков и требует усиления контроля национальным регулятором как иностранных инвестиций в общественно значимые бизнесы, так и рыночных стратегий глобальных институциональных инвесторов на национальном рынке капиталов для минимизации оттока инвестиционных средств, потери средств розничными инвесторами и обеспечения конкурентоспособности национальной экономики.

Среди основных причин установленного исследованием феномена возможно выделить несколько важных для устойчивости регионально-го (национального) развития проблем.

Во-первых, ограниченную функциональность международных стандартов отчетности, допускающих перекосы в справедливой стоимостной оценке базовых отраслей (Emekter et al., 2018), существенные изменения стоимостных оценок вследствие колебаний биржевых котировок (Flora & Renò, 2025) и их отрыв от макроэкономических факторов¹ и показателей отчетности². По результатам классических исследований (Aharoni et al., 2013) наблюдаемый отрыв рыночных котировок в ядре ОЭСР от всех остальных регионов показывает, что Big3 меняют все правила игры, что повышает обоснованность пересмотра адекватности проверенных моделей и сокращения факторов, включаемых в них (Fama & French, 2015).

Во-вторых, ограничения влияния ГИФИ на развитие национального законодательства участников БРИКС. Возможность влиять³ на развитие законодательства посредством рекомендаций, стандартов, директив международных организаций, правил фондов и бирж обеспечивает необходимое экономическое мировоззрение участников рынка (Henderson & Morgan, 2026), унифицирует стандарты управления под интересы ГИФИ (Drobtetz et al., 2025) и затрудняет формирование экономического тренда с реализацией программ поддержки национальных экономик.

В-третьих, занижая цены размещения на IPO предприятий базовых отраслей, Big3 получают и инструмент биржевой игры, и контроль над бизнесом и финансовыми потоками. Секвестрируя инвестиции в реальный сектор, они перенасыщают деньгами подконтрольные «хайповые» бизнесы. Этот эффект усиливает отказ от многоцентричности и оценок в паритете покупательной способности, способствует подмене ГИФИ стоимостных оценок, основанных на показателях отчетности, на заявительно-прогнозные ожидания значений Р/Е 17х, 20х, изменяя восприятие «нормальных»⁴ фундамен-

тальных показателей роста капитала, уровней маржинальности бизнеса, в результате повышая риски резкого «сдутия» пузыря переоценки (Flora & Renò, 2025) с фиксацией убытков в пользу ГИФИ.

В-четвертых, распространение теории ответственного «капитализма заинтересованных сторон», продвигаемой Всемирным экономическим форумом, способствует установлению тесных связей Big3 с правительствами, политическими партиями, банками и международными структурами и определению «Большой тройки» «четвертой ветвью власти»⁵, и потому в числе интересных высокой волатильности могут быть и властные структуры стран ОЭСР, включая ФРС и казначейство США, обеспечивающие реноме доллара и евро как доминирующих валют⁶ (Геворгян, Геворгян, 2025) по сути, только по причине контроля глобальной рыночной инфраструктуры, включая СМИ, разработчиков стандартов, биржи, фонды и международные институты развития. В итоге вместо эффективных финансовых рынков, распределяющих инвестиции на основе наилучшей доступной информации, на рынке существует несколько гигантских неповоротливых организаций, которые выступают в роли «новых постоянных владельцев» крупнейших мировых корпораций и инфраструктуры, от которой зависит значительная часть мировой экономики⁷.

Таким образом, ГИФИ могут рассматриваться эндогенным ресурсом государств, представляющих собой «фундаментальный фактор успеха» (Линь, Чжан, Лю, 2025), продолжающих и стимулирующих «колониальный подход» для оценки экономик и бизнесов как элемент новой экономической реальности, оказывая комплексное влияние на экономические показатели и оценки целых индустрий.

Изучение и поиск оптимальных решений указанных проблем формирует возможный вектор дальнейших исследований.

¹ Schwab, C. (2026, 27 января). Are Stocks Overvalued? 5 Indicators to Watch. URL: <https://www.schwab.com/learn/story/are-stocks-overvalued-5-indicators-to-watch> (дата обращения: 15.04.2026).

² Blakeley, G. (2025). How asset managers like BlackRock took over the world. LSE Review of Books. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2025/06/16/how-asset-managers-like-blackrock-took-over-the-world-vulture-capitalism-extract-grace-blakeley/> (дата обращения: 10.03.2026).

³ Там же.

⁴ Pandit, M. (2025). Are stocks too expensive? JP Morgan Asset Management. URL: <https://am.jpmorgan.com/us/en/asset-management/adv/insights/market-insights/market-updates/on-the-minds-of-investors/are-stocks-too-expensive/> (дата обращения: 15.04.2026).

⁵ Blakeley, G. (2025). How asset managers like BlackRock took over the world. LSE Review of Books. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2025/06/16/how-asset-managers-like-blackrock-took-over-the-world-vulture-capitalism-extract-grace-blakeley/> (дата обращения: 10.03.2026).

⁶ Currency vehicle.

⁷ Blakeley, G. (2025). How asset managers like BlackRock took over the world. LSE Review of Books. URL: <https://blogs.lse.ac.uk/lsereviewofbooks/2025/06/16/how-asset-managers-like-blackrock-took-over-the-world-vulture-capitalism-extract-grace-blakeley/> (дата обращения: 10.03.2026).

Список источников

- Вавилина, А. В., Фирсова, А. А., Комарова, Т. В. (2025). Оценка участия иностранного капитала в российском энергетическом секторе. *Финансы: теория и практика*, 29(5), 188–199. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-5-188-199>
- Верников, А. В., Кашапова, Э. Р., Курышева, А. А., Рыжкова, М. В. (2025). Дергая за нужные ниточки: как простых граждан вовлекают в финансовые спекуляции. *Вопросы экономики*, (2), 66–90. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-2-66-90>
- Геворгян, Р. А., Геворгян, Г. К. (2025). Теоретико-игровой анализ мировой экономической системы с доминирующим эмитентом валюты. *Вопросы экономики*, (6), 22–41. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-6-22-41>
- Григорьева, С. А., Колмыкова, Т. В. (2020). Влияние выбора акций как средства платежа на эффективность сделок М&А в условиях информационной асимметрии. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, (3), 58–77. <https://doi.org/10.38050/01300105202033>
- Демидова, Е. Г., Богатов, Е. М. (2023). Моделирование структуры корпоративного капитала с применением формулы приращений. *Вопросы экономики*, (6), 62–75. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-6-62-75>
- Линь, Д. И., Чжан, Ц., Лю, Ю. (2025). Стратегии и институты: фактор, определяющий успех или неудачу развития. *Вестник Московского университета. Серия 6. Экономика*, 60(4), 45–85. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-4-4>
- Родченков, М. В. (2024). Привлекательность БРИКС и G7 на мировом рынке углеводородов. *Вопросы экономики*, (9), 5–27. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-9-5-27>
- Родченков, М. В. (2026). Функциональность экономических метрик в условиях многополярности. *Journal of New Economy*, 27(1), 115–133. <https://doi.org/10.29141/2658-5081-2026-27-1-6>
- Сегаль, А. Е., Галич, А. А., Мирзоян, А. Г. (2025). Российский рынок IPO: феномен недооценки. *Вопросы экономики*, (10), 104–130. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-104-130>
- Сюй, П., Чжао, Х. (2025). Геоэкономические приоритеты и новые акценты партнерства России и Китая в меняющемся мировом порядке. *Экономика региона*, 21(3), 599–609. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2025-3-2>
- Татаркин, А. И., Юрганова, Л. А. (2006). Теоретические и методологические подходы к исследованию региональной конкуренции. *Экономика региона*, ((1)5), 4–22. <http://elar.urfu.ru/handle/10995/132914>. (дата обращения: 10.03.2026).
- Хейфец, Б. А. (2024). Геополитический регионализм и новая регионализация мировой экономики. *Вестник международных организаций: образование, наука, новая экономика*, 19(4), 7–22. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2024-04-01>
- Aharoni, G., Grundy, B., & Zeng, Q. (2013). Stock returns and the Miller Modigliani valuation formula: Revisiting the Fama French analysis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 347–357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.003>
- Aljifri, R. (2023). Investor psychology in the stock market: An empirical study of the impact of overconfidence on firm valuation. *Borsa Istanbul Review*, 23(1), 93–112. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.09.010>
- Anderson, J. E., & van Wincoop, E. (2003). Gravity with gravitas: a solution to the border puzzle. *American Economic Review*, 93(1), 170–192. <https://doi.org/10.1257/000282803321455214>
- Brainard, W. C., Shapiro, M. D., & Shoven, J. B. (1990). Fundamental value and market value. *National Bureau of Economic Research*, 3452. <https://doi.org/10.3386/w3452>
- Christensen, K., Oomen, R., & Renò, R. (2022). The drift burst hypothesis. *Journal of Econometrics*, 227(2), 461–497. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.11.004>
- Drobetz, W., Ghoul, S. E., Guedhami, O., & Yu, X. (2025). Beyond ownership: The role of institutional investors in international corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 33(5), 1024–1038. <https://doi.org/10.1111/corg.12635>
- Emekter, R., Beaves, R., & Dennick-Ream, Z. (2018). Is stock market overpriced? A benchmark approach. *Cogent Economics & Finance*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1534303>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden power of the Big Three? Passive index funds, re-concentration of corporate ownership, and new financial risk. *Business and Politics*, 19(2), 298–326. <https://doi.org/10.1017/bap.2017.6>
- Flora, M., & Renò, R. (2025). V-shapes. *Journal of Banking and Finance*, 179, 107521. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107521>
- Greene, W. H. (2012). *Econometric analysis*. 7th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1231.
- Gummesson, E. (2007). Exit services marketing-enter service marketing. *Journal of Customer Behaviour*, 6(2), 113–141. <https://doi.org/10.1362/147539207X223357>
- Henderson, D., & Morgan, K. (2026). The political dynamics of place-based missions: navigating ideology, parties and coalition-building. *Regional Studies*, 60(1). <https://doi.org/10.1080/00343404.2026.2642764>
- Hodkinson, C. (2019). Fear of missing out (FOMO) marketing appeals: A conceptual model. *Journal of Marketing Communications*, 25(1), 65–88. <https://doi.org/10.1080/13527266.2016.1234504>
- J, H., & Julie, R. L. (2024) The influence of behavioural factor on retail investors decision making in IPO investment. *Shanlax International Journal of Management*, 11 (S1), 10–17. <https://doi.org/10.34293/management.v11iS1-May.7833>

- Jensen, M. C. (2010). Value maximization, stakeholder theory, and the corporate objective function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 3–42. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x>
- Lev, B. (2018). The deteriorating usefulness of financial report information and how to reverse it. *Accounting and Business Research*, 48(5), 465–493. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470138>
- Porter, M. E. (2008). *On Competition*. Harvard Business Press, 544.
- Reside, M. A., Robinson, R. M., Prakash, A. J., & Dandapani, K. (1994). A tax-based motive for the underpricing of initial public offerings. *Managerial and Decision Economics*, 15(6), 553–561. <https://doi.org/10.1002/MDE.4090150603>
- Rydqvist, K. (1997). IPO underpricing as tax-efficient compensation. *Journal of Banking and Finance*, 21(3), 295–313. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(96\)00043-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00043-X)
- Sader, M., Verwaeren, J., Pérez-Fernández, R., & De Baets, B. (2019). Integrating expert and novice evaluations for augmenting ordinal regression models. *Information Fusion*, 51, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.inffus.2018.10.012>
- Tutz, G. (2022). Ordinal regression: A review and a taxonomy of models. *WIREs Computational Statistics*, 14(2), e1545. <https://doi.org/10.1002/wics.1545>
- Wang, G., Yu, G., & Shen, X. (2020). The effect of online investor sentiment on stock movements: An LSTM approach. *Complexity*, (1), 1–11. <https://doi.org/10.1155/2020/4754025>

References

- Aharoni, G., Grundy, B., & Zeng, Q. (2013). Stock Returns and the Miller Modigliani Valuation Formula: Revisiting the Fama French Analysis. *Journal of Financial Economics*, 110(2), 347–357. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.003>
- Aljifri, R. (2023). Investor Psychology in the Stock Market: An Empirical Study of the Impact of Overconfidence on Firm Valuation. *Borsa Istanbul Review*, 23(1), 93–112. <https://doi.org/10.1016/j.bir.2022.09.010>
- Anderson, J. E., & van Wincoop, E. (2003). Gravity with Gravitas: A Solution to the Border Puzzle. *American Economic Review*, 93(1), 170–192. <https://doi.org/10.1257/000282803321455214>
- Brainard, W. C., Shapiro, M. D., & Shoven, J. B. (1990). Fundamental Value and Market Value. *National Bureau of Economic Research*, 3452. <https://doi.org/10.3386/w3452>
- Christensen, K., Oomen, R., & Renò, R. (2022). The drift burst hypothesis. *Journal of Econometrics*, 227(2), 461–497. <https://doi.org/10.1016/j.jeconom.2020.11.004>
- Demidova, E. G., & Bogatov, E. M. (2023). Modeling of the Corporate Capital Structure. *Voprosy Ekonomiki [Voprosy Ekonomiki]*, (6), 62–75. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2023-6-62-75> (In Russ.)
- Drobetz, W., Ghoul, S. E., Guedhami, O., & Yu, X. (2025). Beyond ownership: The role of institutional investors in international corporate governance. *Corporate Governance: An International Review*, 33(5), 1024–1038. <https://doi.org/10.1111/corg.12635>
- Emekter, R., Beaves, R., & Dennick-Ream, Z. (2018). Is stock market overpriced? A benchmark approach. *Cogent Economics & Finance*, 6(1). <https://doi.org/10.1080/23322039.2018.1534303>
- Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, 116(1), 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010>
- Fichtner, J., Heemskerk, E. M., & Garcia-Bernardo, J. (2017). Hidden Power of the Big Three? Passive Index Funds, Re-Concentration of Corporate Ownership, and New Financial Risk. *Business and Politics*, 19(2), 298–326. <https://doi.org/10.1017/bap.2017.6>
- Flora, M., & Renò, R. (2025). V-Shapes. *Journal of Banking and Finance*, 179, 107521. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2025.107521>
- Gevorgyan, R. A., & Gevorgyan, G. K. (2025). Game-Theoretic Analysis of the Global Economic System with a Dominant Currency Issuer. *Voprosy Ekonomiki [Voprosy Ekonomiki]*, (6), 22–41. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-6-22-41> (In Russ.)
- Greene, W. H. (2012). *Econometric Analysis*. 7th ed. Upper Saddle River, NJ: Prentice Hall, 1231.
- Grigorieva, A., & Kolmykova, T. V. (2020). Impact of Stock Payment on M&A Performance in High Information Asymmetry. *Vestnik Moskovskogo Universiteta. Seriya 6. Ekonomika [Lomonosov Economics Journal]*, (3), 58–77. <https://doi.org/10.38050/01300105202033> (In Russ.)
- Gummeson, E. (2007). Exit Services Marketing-Enter Service Marketing. *Journal of Customer Behaviour*, 6(2), 113–141. <https://doi.org/10.1362/147539207X223357>
- Henderson, D., & Morgan, K. (2026). The Political Dynamics of Place-Based Missions: Navigating Ideology, Parties and Coalition-Building. *Regional Studies*, 60(1). <https://doi.org/10.1080/00343404.2026.2642764>
- Hodkinson, C. (2019). Fear of Missing Out (FOMO) Marketing Appeals: A Conceptual Model. *Journal of Marketing Communications*, 25(1), 65–88. <https://doi.org/10.1080/13527266.2016.1234504>
- J, H., & Julie, R. L. (2024) The Influence of Behavioural Factor on Retail Investors Decision Making in IPO Investment. *Shanlax International Journal of Management*, 11(S1), 10–17. <https://doi.org/10.34293/management.v11iS1-May.7833>
- Jensen, M. C. (2010). Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function. *Journal of Applied Corporate Finance*, 22(1), 32–42. <https://doi.org/10.1111/j.1745-6622.2010.00259.x>
- Kheyfets, B. A. (2024). Geopolitical Regionalism and New Regionalization of the World Economy. *Vestnik Mezhdunarodnykh Organizatsii: Obrazovanie, Nauka, Novaya Ekonomika [International Organisations Research Journal]*, 19(4), 7–22. <https://doi.org/10.17323/1996-7845-2024-04-01> (In Russ.)

- Lev, B. (2018). The Deteriorating Usefulness of Financial Report Information And How To Reverse It. *Accounting and Business Research*, 48(5), 465–493. <https://doi.org/10.1080/00014788.2018.1470138>
- Lin, J. Y., Zhang, Z., & Liu, Y. (2025). Institution vs. Strategy: The Determinant of Development Success or Failure. *Vestnik Moskovskogo Universiteta. Seriya 6. Ekonomika [Lomonosov Economics Journal]*, 60(4), 45–85. <https://doi.org/10.55959/MSU0130-0105-6-60-4-4> (In Russ.)
- Porter, M. E. (2008). *On Competition*. Harvard Business Press, 544.
- Reside, M. A., Robinson, R. M., Prakash, A. J., & Dandapani, K. (1994). A Tax-Based Motive for the Underpricing of Initial Public Offerings. *Managerial and Decision Economics*, 15(6), 553–561. <https://doi.org/10.1002/MDE.4090150603>
- Rodchenkov, M. V. (2024). The Attractiveness of the BRICS and G7 Countries in the Global Hydrocarbon Market. *Voprosy Ekonomiki [Voprosy Ekonomiki]*, (9), 5–27. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2024-9-5-27> (In Russ.)
- Rodchenkov, M. V. (2026). The Functionality of Economic Metrics in a Multipolar World. *Journal of New Economy*, 27(1), 115–133. <https://doi.org/10.29141/2658-5081-2026-27-1-6>
- Rydqvist, K. (1997). IPO Underpricing as Tax-Efficient Compensation. *Journal of Banking and Finance*, 21(3), 295–313. [https://doi.org/10.1016/S0378-4266\(96\)00043-X](https://doi.org/10.1016/S0378-4266(96)00043-X)
- Sader, M., Verwaeren, J., Pérez-Fernández, R., & De Baets, B. (2019). Integrating Expert and Novice Evaluations for Augmenting Ordinal Regression Models. *Information Fusion*, 51, 1–9. <https://doi.org/10.1016/j.inffus.2018.10.012>
- Segal, A. E., Galich, A. A., & Mirzoyan, A. G. (2025). Russian IPO Market: The Phenomenon of Underpricing. *Voprosy Ekonomiki [Voprosy Ekonomiki]*, (10), 104–130. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-10-104-130> (In Russ.)
- Tatarkin, A. I., & Yurganova, L. A. (2006). Theoretical and Methodological Approaches to the Study of Regional Competition. *Ekonomika Regiona [Economy of Regions]*, ((1)5), 4–22. <http://elar.urfu.ru/handle/10995/132914> (Date of access: 10.03.2026). (In Russ.)
- Tutz, G. (2022). Ordinal Regression: A Review and a Taxonomy of Models. *WIREs Computational Statistics*, 14(2), e1545. <https://doi.org/10.1002/wics.1545>
- Vavilina, A. V., Firsova, A. A., & Komarova, T. V. (2025). Assessment of the Participation of Foreign Capital in the Russian Energy Sector. *Finansy: Teoriya i Praktika [Finance: Theory and Practice]*, 29(5), 188–199. <https://doi.org/10.26794/2587-5671-2025-29-5-188-199> (In Russ.)
- Vernikov, A. V., Kashapova, E. R., Kuryshcheva, A. A., & Ryzhkova, M. V. (2025). Nudging Laypersons to Participate in Financial Speculations. *Voprosy Ekonomiki [Voprosy Ekonomiki]*, (2), 66–90. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2025-2-66-90> (In Russ.)
- Wang, G., Yu, G., & Shen, X. (2020). The Effect of Online Investor Sentiment on Stock Movements: An LSTM Approach. *Complexity*, (1), 1–11. <https://doi.org/10.1155/2020/4754025>
- Xu, P., & Zhao, H. (2025). Geo-Economic Priorities and Strategic Shifts in the Partnership between Russia and China in a Changing World Order. *Ekonomika Regiona [Economy of Regions]*, 21(3), 599–609. <https://doi.org/10.17059/ekon.reg.2025-3-2> (In Russ.)

Информация об авторе

Родченков Михаил Викторович — кандидат экономических наук, докторант, кафедра учета, анализа и аудита Экономического факультета, Московский государственный университет им. М. В. Ломоносова; главный научный сотрудник, АНО ВО «Высшая школа управления» (ЦКО); <https://orcid.org/0000-0002-6938-2313> (Российская Федерация, 119991, г. Москва, ГСП-1, Ленинские горы, 1, стр. 46; Российская Федерация, 107014, г. Москва, ул. 1-я Боевская, 2/12, стр. 4; e-mail: M.Rodchenkov@gmail.com).

About the author

Mikhail V. Rodchenkov — Cand. Sci. (Econ.), Postdoctoral Student, Department of Accounting, Analysis and Audit of the Faculty of Economics, Lomonosov Moscow State University; Chief Researcher, Autonomous Non-Profit Organization of Higher Education “Higher School of Management” (EQC); <https://orcid.org/0000-0002-6938-2313> (b. 46, 1, Leninskie Gory, GSP-1, Moscow, 119991, Russian Federation; 2/12/4, 1-ya Boevskaya St., 107014, Moscow, Russian Federation; e-mail: M.Rodchenkov@gmail.com).

Использование средств ИИ

Автор заявляет о том, что при написании этой статьи не применялись средства генеративного искусственного интеллекта.

Use of AI tools declaration

The author declares that he has not used Artificial Intelligence (AI) tools for the creation of this article.

Конфликт интересов

Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

Conflict of interests

The author declares no conflicts of interest.

Дата поступления рукописи: 31.12.2025.

Прошла рецензирование: 25.03.2026.

Принято решение о публикации: 31.03.2026.

Received: 31 Dec 2025.

Reviewed: 25 Mar 2026.

Accepted: 31 Mar 2026.