

## НЕОПРЕДЕЛЕННОСТЬ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ В УСЛОВИЯХ САНКЦИОННЫХ ОГРАНИЧЕНИЙ: ВЛИЯНИЕ НА ЗАПАС ДЕНЕЖНЫХ СРЕДСТВ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

**Ю. Н. НАЙДЁНОВА**

*Международная лаборатория экономики нематериальных активов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия<sup>а</sup>*

**Е. В. ШАЛАЕВА**

*Магистерская школа, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Россия<sup>б</sup>*

**Цель исследования:** проанализировать влияние неопределенности экономической политики на запас денежных средств российских производственных компаний и факторов, его модерирующих, учитывая санкционные ограничения. **Методология исследования:** в ходе исследования оценены регрессионные модели по данным более 1400 российских производственных компаний за 2014–2020 гг. с помощью метода наименьших квадратов на преобразованных данных (внутригрупповые оценки). **Результаты исследования:** выявлено, что неопределенность экономической политики приводит к увеличению запаса денежных средств, а значит, к снижению уровня инвестирования средств в развитие компании и выплат собственникам. При этом данный эффект проявляется сильнее для компаний, попавших под санкции, и компаний без государственного участия, в то время как крупные компании менее чувствительны к неопределенности экономической политики по сравнению с предприятиями среднего размера. **Оригинальность и вклад авторов:** в исследовании впервые рассмотрено влияние неопределенности экономической политики на запас денежных средств российских компаний с учетом введенных санкций.

**Ключевые слова:** экономическая неопределенность, неопределенность политики, запас денежных средств, санкции, российские компании.

*JEL:* D80, E52, E60, G18, G32.

---

Исследование осуществлено в рамках Программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ.

Адреса организаций: <sup>а</sup> Международная лаборатория экономики нематериальных активов, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Гагарина б-р, 37, Пермь, 614060, Россия;

<sup>б</sup> Магистерская школа, Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Гагарина б-р, 37, Пермь, 614060, Россия.

© Ю. Н. Найдёнова, Е. В. Шалаева, 2023

<https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.402>

## ВВЕДЕНИЕ

В последнее десятилетие экономика России была подвержена многим макроэкономическим шокам — кризис 2014 г. и последующие санкции со стороны многих стран мира, а также пандемия COVID-19, начавшаяся в 2020 г. Вследствие этого экономическая политика государства претерпевала постоянные изменения. Прежде всего они касались восстановления и поддержания экономической деятельности [Иванов, Бухвальд, 2020], но при этом могли привести к росту неопределенности, препятствующей экономической активности российских компаний и развитию экономики в целом. В то же время санкции, направленные против деятельности отдельных компаний в 2014–2020 гг., создали дополнительные ограничения в привлечении финансирования и ресурсов, что значительно усугубляло негативное влияние неопределенности экономической политики.

Результаты большинства исследований о взаимосвязи неопределенности экономической политики и экономической активности показывают, что в ответ на ее рост компании снижают инвестиции [Czarnitzki, Toole, 2007; Gulen, Ion, 2016; Panagiotidis, Printzis, 2020] и увеличивают запас денежных средств [Demir, Ersan, 2017; Li, 2019; Phan et al., 2019]. Однако это воздействие не столь однозначно. Отмечается, что компании также могут рассматривать неопределенность в качестве новых возможностей [Tajaddini, Gholipour, 2020]. Тогда они, наоборот, снижают денежные запасы и увеличивают инвестиционную активность, что позволяет им получить конкурентное преимущество. Кроме того, в условиях неопределенности компании могут увеличивать дивидендные выплаты [Javadi et al., 2021], что приводит к сокращению запаса их денежных средств.

Исследований, посвященных анализу влияния неопределенности экономической политики на деятельность российских компаний, недостаточно. Среди них можно выделить работы [Ершов, 2017; Черкасо-

ва, Ульянова, 2018]. Выводы авторов в целом соответствуют основным результатам, полученным в отношении других стран, и демонстрируют рост уровня ликвидности компаний при увеличении неопределенности в экономической политике. Однако в указанных исследованиях рассматривается более ранний период времени, когда воздействие международных санкций не было столь актуальным. В настоящее время санкции являются значимым фактором, сдерживающим развитие не только финансовых, но и производственных компаний в России [Голикова, Кузнецов, 2021].

Цель статьи — оценка влияния неопределенности экономической политики на запас денежных средств российских производственных компаний. Исследование проведено на данных более 1 400 российских производственных компаний за 2014–2020 гг. В качестве показателя неопределенности экономической политики использован индекс Бейкера [Baker, Bloom, Davis, 2016], апробированный ранее в ряде исследований (см., напр.: [Phan et al., 2019; Duong et al., 2020; Javadi et al., 2021]), в том числе и по России [Demir, Ersan, 2017; Черкасова, Ульянова, 2018; Найденова, Леонтьева, 2020].

В исследовании решается несколько задач: (1) рассмотрение сущности запаса денежных средств в условиях неопределенности на базе эмпирических исследований; (2) обоснование механизмов влияния неопределенности экономической политики на запас денежных средств; (3) построение модели и выявление взаимосвязи между неопределенностью экономической политики и запасом денежных средств на данных российских компаний; (4) предлагаются рекомендации государственным органам по регулированию экономической политики в современных условиях.

Основной исследовательский вопрос заключается в том, каково влияние неопределенности экономической политики на запас денежных средств российских компаний.

Статья имеет следующую структуру. В первом разделе представлен обзор эмпирических исследований по рассматриваемой проблеме, во втором — приведены гипотезы и модели исследования, в третьем — методология и данные исследования, в четвертом разделе продемонстрированы результаты исследования. В заключении подведены итоги исследования и представлены возможные направления дальнейшего анализа.

## ОБЗОР ЛИТЕРАТУРЫ

В исследованиях формирования запаса денежных средств прежде всего изучается запас денежных средств как альтернатива инвестированию. Соответственно, неопределенность экономической политики приводит к увеличению запаса денежных средств при снижении уровня инвестиций, и наоборот. В литературе представлены следующие механизмы влияния неопределенности на запасы денежных средств: 1) основанный на мотиве предосторожности; 2) реализующийся через изменение стоимости внешнего финансирования; 3) рассмотренный в рамках теории реальных опционов; 4) описанный в соответствии с теорией опционов стратегического роста.

Согласно первому механизму, при усилении влияния неопределенности компании снижают уровень инвестиций и повышают запас денежных средств. Следуя мотиву предосторожности, в условиях высокой неопределенности запасы денежных средств служат для компаний «подушкой безопасности» [Julio, Yook, 2012; Su et al., 2020]. Данные сбережения позволяют компаниям справиться с непредвиденными обстоятельствами и хеджировать риск в случае будущего дефицита денежных средств [Han, Qiu, 2007].

Второй механизм предполагает, что в условиях неопределенности экономической политики кредиторы и инвесторы требуют большую премию за риск, поэтому стои-

мость внешнего финансирования растет. Следовательно, компании склонны увеличивать запас денежных средств для удовлетворения текущих потребностей и реализации инвестиционных проектов без привлечения внешнего финансирования [Phan et al., 2019; Denis, Sibilkov, 2010].

Третий механизм базируется на теории реальных опционов, согласно которой менеджеры компаний обладают правом выбора продолжать инвестиции или приостанавливать их [Dixit, Pindyck, 1994; Gulen, Ion, 2016]. В связи с этим в условиях высокой неопределенности менеджеры компаний склонны временно останавливать инвестиционную деятельность из-за необратимости большей части инвестиций. При этом компании увеличивают запасы денежных средств, чтобы воспользоваться появившимися возможностями в последующий период.

Вместе с тем в рамках четвертого механизма влияния неопределенности на запасы денежных средств, согласно теории опционов стратегического роста, компании могут получить большую отдачу от вложенных средств. Поэтому в данном случае неопределенность можно рассматривать как появление для компаний ряда возможностей [Su, Xie, Peng, 2010]. В то время как одни компании откладывают инвестиции на будущее, другие увеличивают инвестиционную активность, получая высокие прибыли и повышая свою конкурентоспособность. Вследствие этого в условиях высокой неопределенности компании снижают запасы денежных средств, направляя их на реализацию инвестиционных проектов [Hartman, 1972].

Существуют теории, в рамках которых запас денежных средств выступает как альтернатива выплаты собственникам компании. Согласно теории агентских отношений, при более высоком уровне неопределенности для собственников предпочтительнее изъятие денежных средств из компании [Jensen, 1986], поскольку менеджеры не могут эффективно использовать денежные средства собственников. Кроме

того, возрастает риск экспроприации средств компании менеджерами [Gulen, Ion, 2016].

Авторы эмпирических исследований в основном подтверждают положительное влияние неопределенности экономической политики на запасы денежных средств [Ramirez, Tadesse, 2009; Demir, Ersan, 2017; Li, 2019; Phan et al., 2019; Duong et al., 2020]. При этом в некоторых работах оно представлено как отрицательное [Javadi et al., 2021] или нелинейное [Su et al., 2020].

В отношении российских компаний также была выявлена взаимосвязь между неопределенностью экономической политики (economic policy uncertainty — *EPU*) и запасами денежных средств. В [Черкасова, Ульянова, 2018] обнаружено положительное воздействие неопределенности экономической политики на запасы денежных средств российских компаний: в 2003–2017 гг. с увеличением индекса *EPU* на 1% отношение запасов денежных средств к активам увеличивается на 0,035%. В [Ершов, 2017] также подтверждается, что с ростом неопределенности экономической политики увеличивается доля наличных средств у экономических субъектов. Однако авторы работы [Javadi et al., 2021] указывают на отрицательную взаимосвязь между неопределенностью экономической политики и запасами денежных средств компаний 19 стран, в том числе и России. При этом они объясняют данную взаимосвязь с помощью теории агентских отношений.

Важно подчеркнуть, что в исследованиях, как правило, демонстрируется положительная взаимосвязь, что соответствует большинству механизмов влияния неопределенности экономической политики на запас денежных средств, выражающихся в проявлении мотива предосторожности [Su et al., 2020], стоимости финансирования [Denis, Sibilkov, 2010], а также в рамках теории реальных опционов [Gulen, Ion, 2016]. Кроме того, в российских компаниях с учетом специфики формирования денежных запасов также было выявлено по-

ложительное влияние неопределенности экономической политики на запас денежных средств [Черкасова, Ульянова, 2018; Ершов, 2017].

Таким образом, результаты большинства проведенных исследований подтверждают увеличение запасов денежных средств в ответ на рост неопределенности экономической политики. Данная взаимосвязь может проявляться через механизмы мотива предосторожности, изменения стоимости внешнего финансирования и теории реальных опционов.

## ГИПОТЕЗЫ И МОДЕЛИ ИССЛЕДОВАНИЯ

С учетом рассмотренных механизмов и проведенных ранее эмпирических исследований можно выдвинуть основную гипотезу настоящего исследования.

*Гипотеза H1: неопределенность экономической политики положительно влияет на запасы денежных средств российских компаний.*

Вследствие санкций, которые начали вводиться в 2014 г., а затем продлевались и расширялись, российские компании столкнулись с рядом ограничений, связанных с внешним финансированием и неисполнением контрактов и приостановкой инвестиционных проектов [Садреева, 2018]. В основном санкции против России были инициированы со стороны США и стран Европейского союза (ЕС), а также Канады и Японии [Глазьев, 2014; Клинова, Сидорова, 2014; Naidenova, Novikova, 2018; Crozet, Hinz, 2020]. Прежде всего появились такие ограничительные меры, как замораживание активов экономических субъектов, в том числе финансовой и оборонной сферы, ограничение финансовых операций, экспортные ограничения услуг и технологий, ограничения в сфере движения на рынке капитала, а также на въезд [Трошин, 2021].

Исследователи отмечают значительное влияние санкций на деятельность отдель-

ных компаний и на экономику как России в целом, так и других стран [Борисова и др., 2016; Tosun, Eshraghi, 2022]. При этом наибольшее санкционное давление испытывают компании, в отношении которых целенаправленные санкции были введены индивидуально. Таким образом, может быть сформулирована еще одна гипотеза исследования.

*Гипотеза H2: неопределенность экономической политики в большей степени влияет на запасы денежных средств компаний, в отношении которых были введены санкции.*

Для оценки влияния неопределенности экономической политики на запасы денежных средств с учетом санкций была построена модель по аналогии с моделями, представленными в [Phan et al., 2019; Javadi et al., 2021]. В качестве зависимой переменной в модели выступают запасы денежных средств компании на конец года, рассчитанные к объему совокупных активов [Opler et al., 1999; Tayem, 2017; Phan et al., 2019].

Построена следующая базовая Модель 1:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (1)$$

где *cash* — отношение остатка денежных средств к совокупным активам; *EPU* — индекс неопределенности экономической политики; *CONTROL* — вектор контрольных переменных; *sanctions* — дамми-переменная на наличие санкций; *large* — дамми-переменная на крупные компании; *nonstate* — дамми-переменная на тип собственности;  $\alpha$  — индивидуальные эффекты компаний; *i* — номер наблюдения; *k* — номер контрольной переменной; *t* — год;  $\beta$  — коэффициенты регрессии;  $\varepsilon$  — ошибка модели.

При этом вектор *CONTROL* включает следующие контрольные переменные:

*lev* — финансовый рычаг; *NWC* — нормированный на совокупные активы чистый оборотный капитал; *capex* — нормированные на совокупные активы инвестиции в основные средства; *ROA* — рентабельность активов; *size* — размер компании, а также дамми-переменные на крупные компании *large*, тип собственности *nonstate* и санкции *sanctions*.

Объясняющие переменные вошли в модель с лагом в один год для снижения проблемы эндогенности, связанной с одновременностью формирования переменных [Phan et al., 2019; Javadi et al., 2021].

Помимо этого, оценена Модель 2 с дополнительным включением временных фиксированных эффектов. Так как значение индекса *EPU* варьируется только по годам и одинаково для всех компаний страны в рамках одного года, то наличие временных эффектов исключает возможность оценки его прямого влияния на зависимую переменную. Однако это позволяет протестировать устойчивость влияния взаимодействия неопределенности экономической политики и характеристик компании на запас денежных средств к контролю на макроэкономическую ситуацию [Li, 2019].

Модель 2:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \gamma_t + \beta_1 \cdot EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (2)$$

где  $\gamma$  — временные эффекты для каждого года.

Далее оценена Модель 3, в которой в базовую модель также включен темп роста ВВП. Это позволяет частично отследить воздействие макроэкономической ситуации в стране на запас денежных средств, но при этом охарактеризовать влияние индекса *EPU*.

Модель 3:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \Delta GDP + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (3)$$

где  $\Delta GDP$  — темп роста ВВП.

Кроме того, в качестве еще одной проверки устойчивости результатов Модели 1–3 переоцениваются с главной объясняющей переменной — приростом неопределенности экономической политики (модели 4–6).

Модель 4:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (4)$$

Модель 5:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \gamma_t + \beta_1 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (5)$$

Модель 6:

$$\begin{aligned} Cash_{i,t} = & \alpha_i + \beta_1 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} + \\ & + \beta_2 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Sanctions + \\ & + \beta_3 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Large + \\ & + \beta_4 \cdot \Delta EPU_{i,t-1} \cdot Nonstate + \\ & + CONTROL_{k,i,t-1} \cdot \beta_k + \Delta GDP + \varepsilon_{i,t}. \end{aligned} \quad (6)$$

Переход к изменению показателя позволяет оценить, как влияют краткосрочные шоки неопределенности экономической политики на запас денежных средств [Gulen, Ion, 2016].

Таким образом, построена базовая модель с главной объясняющей переменной — индексом неопределенности экономической политики. Дополнительно построены модели для проверки устойчивости результатов к включению временных эффектов и изменению макроэкономической ситуации.

## МЕТОДОЛОГИЯ И ДАННЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

### Методология исследования

В качестве метрики неопределенности экономической политики использован индекс неопределенности экономической политики, разработанный в [Baker, Bloom, Davis, 2016], рассчитанный для ряда стран<sup>1</sup>. Для России индекс *EPU* определяется на основе данных газеты «Коммерсантъ». Ключевые слова при подсчете индекса — «неопределенность», «экономика», «политика», «регулирование», «налоги», «кредиты», «ЦБ», «законодательство», «процентная ставка».

Общий объем статей, содержащих данные понятия, может варьироваться, вследствие чего значение индекса нормируют к общему количеству статей в газете за определенный месяц. После этого ежемесячный показатель стандартизируется за весь рассматриваемый период и нормируется к среднему значению 100, посчитанному для России за 1997–2012 гг. Для соответствия частотности финансовых данных ежемесячные значения индекса были агрегированы как геометрическое среднее за каждый соответствующий год.

Для тестирования влияния санкций на взаимосвязь между неопределенностью экономической политики и запасом денежных средств в исследовании используется бинарная переменная, равная 1, если против

<sup>1</sup> Economic Policy Uncertainty Index. [Electronic resource]. URL: <https://policyuncertainty.com/> (дата обращения: 15.01.2023).

Таблица 1

## Расчет переменных

Переменная	Формула расчета	Описание
Запас денежных средств	$Cash = Cash/Assets$	Отношение остатка денежных средств на конец года к объему совокупных активов
Неопределенность экономической политики	$EPU_t = \sqrt[12]{EPU_1 \dots EPU_{12}}$	Геометрическое среднее EPU за год (t)
Введение санкций	$Sanctions$	$Sanctions = 1$ , если против компании были введены санкции в соответствующий год; $Sanctions = 0$ , если этого не происходило
Финансовый рычаг	$Lev = Total\ liabilities/Assets$	Отношение объема совокупных обязательств к совокупным активам
Чистый оборотный капитал	$NWC = [CA-CL-Cash]/Assets$	Оборотные активы минус текущие обязательства и денежные средства, после чего показатель нормируется к совокупным активам
Капитальные затраты	$Capex = \Delta Capital\ Assets/Assets$	Отношение изменения объема основных средств за год к объему совокупных активов
Рентабельность активов	$ROA = NI/Assets$	Отношение чистой прибыли к совокупным активам
Размер компании	$Size$	Натуральный логарифм совокупных активов
Дамми на крупные компании	$Large$	$Large = 1$ — для крупных компаний; $Large = 0$ — для средних компаний
Тип собственности	$Nonstate$	$Gov = 0$ , если в структуре собственности компании присутствует государственный или муниципальный орган; $Gov = 1$ , если компания является негосударственной

компании были введены санкции в соответствующий год.

Кроме того, как и в работах [Phan et al., 2019; Javadi et al., 2021], во все рассмотренные выше модели включены такие контрольные переменные, как финансовый рычаг, чистый оборотный капитал, капитальные затраты, рентабельность активов, размер компании, дамми-переменная на крупные компании и тип собственности. Способ расчета переменных приведен в табл. 1.

Финансовый рычаг предположительно оказывает негативное влияние на запасы

денежных средств, так как компании с высоким левереджем используют ликвидные ресурсы для обслуживания долга [Ramirez, Tadesse, 2009; Li, 2019]. Чистый оборотный капитал должен быть отрицательно связан с запасами денежных средств, так как он выступает в качестве альтернативы хранению денежных средств [Pinkowitz et al., 2003; Phan et al., 2019].

Капитальные затраты предположительно отрицательно взаимосвязаны с величиной запасов денежных средств. Считается, что компании накапливают денежные средства, чтобы финансировать будущие инве-

Таблица 2

## Описание выборки исследования

Форма собственности компании	Крупная компания		Средняя компания		Количество компаний
	Введены санкции	Не введены санкции	Введены санкции	Не введены санкции	
Государственная	305	827	44	53	1229
Негосударственная	29	127	40	56	252
Итого	1288		193		1481

стиционные возможности, поэтому компании с высоким уровнем текущих инвестиций должны иметь более низкий уровень ликвидных активов [Ramirez, Tadesse, 2009; Li, 2019]. Рентабельность активов должна быть положительно связана с запасами денежных средств, так как увеличение эффективности деятельности компании приводит к росту чистого денежного потока, который является определяющим фактором формирования указанного запаса [Demir, Ersan, 2017; Liu et al., 2021]. Также предполагается, что размер компании отрицательно взаимосвязан с запасом денежных средств ввиду того, что более крупные компании имеют больше возможностей финансирования, обладают высокой гибкостью [Taуem, 2017; Phan et al., 2019; Liu et al., 2021]. Однако в некоторых исследованиях обнаружена положительная взаимосвязь между размером компании и уровнем запаса денежных средств, что может объясняться особой возможностью накопления денежных средств крупными компаниями в связи со значительной величиной денежного потока [Demir, Ersan, 2017].

Все регрессионные модели оценены с помощью метода наименьших квадратов на преобразованных данных (внутригрупповые оценки). В качестве проверки на правильность спецификации модели проведен *F*-тест и тест Хаусмана.

## Данные исследования

Для проведения исследования в выборку вошли российские производственные компании с численностью сотрудников более 100 человек. Малые производственные предприятия были исключены, так как они обладают спецификой функционирования, в том числе и формирования запаса денежных средств. Итоговую выборку составила 1481 компания.

Период исследования — 2014–2020 гг. При этом 87% выборки — крупные компании (с численностью сотрудников свыше 500 человек). Кроме того, 83% компаний имеют в структуре собственности долю государственного участия. Важно отметить, что в отношении 418 компаний были введены санкции, причем 334 из них являются крупными, а 349 компаний — государственными (табл. 2). Данные о финансовых показателях компаний собраны из базы данных Orbis Europe (Bureau Van Dijk)<sup>2</sup>.

Описательная статистика анализируемых переменных после исключения статистических выбросов содержится в табл. 3.

Как видно из табл. 3, уровень запаса денежных средств российских компаний в среднем достигает 3,3% от стоимости совокупных активов, при этом может возрасти до 19,9%. Индекс неопределенности экономической политики в среднем для

<sup>2</sup> Orbis Europe. URL: <https://orbiseurope.bvdinfo.com> (дата обращения: 15.01.2023).

Таблица 3

## Описательная статистика переменных

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Медиана	Минимальное значение	Максимальное значение
Запас денежных средств	0,033	0,044	0,014	0,00000016	0,199
Индекс <i>EPU</i>	2,388	0,954	1,971	1,606	4,549
Финансовый рычаг	0,561	0,277	0,594	0,000012	0,999
Чистый оборотный капитал	0,192	0,254	0,178	-0,497	0,876
Капитальные затраты	0,004	0,039	0,0005	-0,099	0,099
Рентабельность активов	0,050	0,059	0,036	-0,099	0,199
Размер компании	14,338	1,784	14,379	6,554	20,578

России равен 2,39, что превышает среднее значение мирового индекса *EPU*, которое составляет 1,89 пункта за период 2014–2020 гг. Кроме того, у компаний, отобранных в выборку, заемный капитал в среднем достигает 56,1 % собственных средств. При этом среднее значение чистого оборотного капитала равно 19,2 % величины совокупных активов. Капитальные затраты представляют небольшую долю совокупных активов (в среднем 0,4 %). Рентабельность активов компаний в среднем равна 5 % и может увеличиваться до 19,9 %. Размер компании в среднем равен 14,338 (минимум — 6,554; максимум — 20,578).

Таким образом, выборку в основном составляют крупные компании, имеющие в структуре собственности долю государственного участия. Для данных компаний характерно наличие 3,3 %-го уровня запаса денежных средств. Неопределенность экономической политики в России за период с 2014 по 2020 г. оценивается в 2,39 пункта.

## РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Результаты оценки базовой Модели 1, а также дополнительных Моделей 2 и 3 для проверки устойчивости результатов пред-

ставлены в табл. 4. В Модели 2 включены эффекты времени, что позволяет более полно проконтролировать макроэкономическую ситуацию каждый год, однако исключает возможность оценки прямого влияния индекса *EPU* на запас денежных средств. В Модели 3 вместо временных эффектов включена дополнительная контрольная переменная на темп роста ВВП.

В базовой Модели 1 неопределенность экономической политики положительно влияет на запасы денежных средств российских компаний: при увеличении индекса *EPU* на 1 п.п. запас денежных средств возрастает на 0,031 (3,1 п.п.). Иными словами, если средний нормированный индекс неопределенности экономической политики, равный 2,39, увеличивается на 1 п.п., то запасы денежных средств, нормированные к совокупным активам, в среднем снижаются до 0,032 при среднем значении 0,033. Данный результат согласуется с мотивом предосторожности и теорией реальных опционов, предполагающими рост запасов денежных средств при усилении неопределенности экономической политики [Gulen, Ion, 2016; Su et al., 2020].

Совместный эффект переменной *EPU* и вводимых санкций также оказался значим. Результаты показывают, что неопре-

Таблица 4

Результаты оценки влияния неопределенности экономической политики на запасы денежных средств российских компаний, 2014–2020 гг.

Переменная	Модель		
	1	2	3
	Базовая модель	Включение временных эффектов	Включение роста ВВП
<i>EPU</i>	0,031** (0,012)	–	0,037** (0,013)
<i>EPU</i> · Sanctions	0,013* (0,005)	0,014* (0,004)	0,011* (0,005)
<i>EPU</i> · Large	–0,010* (0,004)	–0,012* (0,004)	–0,012* (0,005)
<i>EPU</i> · Sanctions · Large	–0,003* (0,002)	–0,005* (0,003)	–0,004* (0,002)
<i>EPU</i> · Nonstate	0,012* (0,005)	0,015* (0,005)	0,009* (0,004)
Lev	–0,042*** (0,005)	–0,046** (0,018)	–0,042*** (0,005)
NWC	–0,056*** (0,004)	–0,058*** (0,002)	–0,056*** (0,004)
Capex	–0,009* (0,004)	–0,010 (0,012)	–0,010* (0,004)
ROA	0,074*** (0,010)	0,075*** (0,011)	0,075*** (0,010)
Size	0,071*** (0,011)	0,074*** (0,009)	0,068*** (0,012)
Sanctions	0,049* (0,026)	0,051* (0,025)	0,047* (0,024)
Large	0,068*** (0,012)	0,071*** (0,010)	0,064*** (0,010)
Nonstate	0,056*** (0,014)	0,059** (0,019)	0,059*** (0,015)
Рост ВВП	–	–	0,016* (0,007)
Фиксированные индивидуальные эффекты	Да	Да	Да
Фиксированные временные эффекты	Нет	Да	Нет
Количество наблюдений	6 544	6 544	6 544
$R^2_{within}$	0,058	0,067	0,061

Примечания: в круглых скобках представлены стандартные ошибки; \* —  $p < 0,1$ , \*\* —  $p < 0,05$ ; \*\*\* —  $p < 0,01$ ; прочерки обозначают, что переменная не включена в модель.

деленность экономической политики сильнее влияет на запасы денежных средств компаний, относительно которых были введены санкции: с ростом *EPU* на 1 п. п. запасы денежных средств увеличиваются на 1,3% сильнее, чем для компаний, которых индивидуальные санкции не коснулись. Данный результат подтверждает гипотезу *H2*. Исходя из этого, подтверждается предположение о том, что компании, попавшие под санкции, запасают больше денежных средств для обеспечения непрерывности деятельности, а также избежания ограничений, связанных с внешним финансированием.

Кроме того, неопределенность экономической политики сильнее влияет на запасы денежных средств средних компаний, чем крупных: отрицательный коэффициент при совместном эффекте индекса *EPU* и размера компании значим на 10%-м уровне. Согласно данным табл. 4, крупные компании с ростом неопределенности экономической политики на 1 п. п. запасают на 0,01 меньше денежных средств, чем средние. Данный результат согласуется с предположениями о большей гибкости крупных компаний и наличии у них больших возможностей финансирования, что позволяет в условиях растущей неопределенности экономической политики запасать меньше денежных средств [Тауем, 2017]. Также выявлено, что средние компании, в отношении которых были введены санкции, с ростом неопределенности экономической политики хранят больше запасов денежных средств, чем крупные: при росте индекса *EPU* на 1 п. п. денежные запасы для крупных компаний снижаются на 0,003.

Обнаружен совместный эффект неопределенности экономической политики и отсутствия государственного участия в деятельности компании. Для негосударственных компаний при росте индекса *EPU* на 1 п. п. характерно увеличение запаса денежных средств по сравнению с государственными. Данный результат можно объяснить тем, что у компаний с долей госу-

дарственного участия в условиях неопределенности экономической политики государство выступает неким гарантом, посредством которого в любой момент можно восполнить нехватку денежных средств [Huynh, Dao, Nguyen, 2021]. У негосударственных компаний нет такой возможности, поэтому они склонны держать больше запасов денежных средств, чем государственные.

Влияние контрольных переменных соответствует ожиданиям. Финансовый рычаг, чистый оборотный капитал, а также капитальные затраты отрицательно взаимосвязаны с запасами денежных средств. При этом с ростом рентабельности активов уровень денежных запасов увеличивается. Размер компании также оказывает положительное воздействие на запасы денежных средств: выявлено, что крупные компании склонны хранить больше денежных запасов, чем средние. Данный результат согласуется с предположением, что крупные компании обладают большей возможностью накопления денежных средств в связи с большей величиной денежного потока [Demir, Ersan, 2017]. Также обнаружено, что негосударственные компании хранят больше денежных запасов по сравнению с государственными. Кроме того, наличие санкций положительно сказывается на запасах денежных средств российских компаний: компании, в отношении которых были введены санкции, имеют больше запасов денежных средств, по сравнению с компаниями, свободными от санкционных ограничений.

Для дополнительной проверки устойчивости были оценены аналогичные модели с приростом индекса *EPU*. Такая оценка позволяет проанализировать, как компании меняют запас денежных средств в ответ на динамику индекса *EPU*. Это также подтверждает первоначальные выводы и дополнительно демонстрирует устойчивость полученных результатов.

Фиксированные индивидуальные эффекты дают возможность получить состоятельные оценки даже при наличии взаимосвя-

зи между ненаблюдаемыми характеристиками компании и регрессорами, поэтому они были использованы в базовой спецификации. В исследовании также проведены тесты на выбор спецификации. В результате  $F$ -тест и тест Хаусмана показали для всех моделей значения  $p$ -value, близкие к нулю. Для  $F$ -теста данный результат означает отвержение основной гипотезы о верной сквозной регрессии в пользу модели с фиксированными эффектами. Для теста Хаусмана основная гипотеза о состоятельности коэффициентов в модели со случайными эффектами также отвергается, следовательно, коэффициенты состоятельны только в модели с фиксированными эффектами. Таким образом, тесты подтвердили необходимость использования фиксированных эффектов.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В исследовании оценено влияние неопределенности экономической политики на запасы денежных средств российских производственных компаний в период с 2014 по 2020 г. Его уникальность заключается в рассмотрении данного влияния с учетом введенных против российских компаний санкционных ограничений. В результате анализа выявлено, что с ростом индекса неопределенности экономической политики  $EPU$  российские компании склонны увеличивать денежные запасы. Этот вывод согласуется с основными теоретическими механизмами — мотивом предосторожности и теорией реальных опционов, а также рядом предыдущих исследований, проведенных на данных зарубежных компаний [Gulen, Ion, 2016; Phan et al., 2019; Su et al., 2020].

Важно подчеркнуть, что индекс  $EPU$  оказывает большее влияние (на 39%) на увеличение запаса денежных средств компаниями, в отношении которых были введены индивидуальные санкции в рассматриваемый период. Следовательно, необходимо разработать комплекс мер поддержки

российских компаний, попавших под санкции, поскольку последние являются фактором, значительно отягощающим их деятельность в условиях высокой неопределенности экономической политики.

Кроме того, были обнаружены различия во влиянии неопределенности экономической политики на запасы денежных средств для крупных и средних компаний. Установлено, что с ростом неопределенности экономической политики средние компании хранят на 30% больше запасов денежных средств по сравнению с крупными, что может объясняться большей гибкостью крупных компаний, а также наличием у них значительных возможностей финансирования [Тауем, 2017]. Следовательно, прозрачность и стабильность экономической политики позволят поддержать прежде всего средний бизнес.

Неопределенность экономической политики оказывает большее влияние и на запасы денежных средств негосударственных компаний по сравнению с государственными. Данный результат может быть объяснен тем, что государство, участвуя в деятельности компании, предоставляет дополнительные гарантии, позволяющие хранить меньший запас денежных средств [Huynh, Dao, Nguyen, 2021], и согласуется с выводами исследований [Zhang et al., 2021; Zhao, Su, 2022]. Поэтому в период высокой неопределенности экономической политики следует дополнительно поддерживать негосударственные компании.

Таким образом, для стимулирования экономической активности российских компаний и уменьшения уровня запасов денежных средств в условиях санкционных ограничений целесообразно снижение неопределенности экономической политики. Если в 2022 г. индекс неопределенности экономической политики окажется выше 455 п. п. (больше пикового уровня 2020 г.), то это может привести к росту запасов денежных средств более чем на 5,63% от уровня 2021 г. (когда индекс  $EPU$  был равен 320 п. п.). В особенности данное влияние отразится на деятельности среднего

бизнеса и негосударственных компаний, а также компаний, в отношении которых были введены санкции.

Главное ограничение исследования состоит в том, что измерение индекса *EPU* для России основывается исключительно на данных газеты «Коммерсантъ»<sup>3</sup>, что может отразиться на надежности результатов [Baker, Bloom, Davis, 2016]. Кроме того, указанный индекс является страновым и варьируется только по годам, что не учитывает региональный уровень экономической политики. В работе приведены данные по компаниям и за конкретный период времени, что также ограничивает выборку исследования.

В дальнейшем можно продолжить исследование путем расширения выборки,

к примеру, за счет включения непроизводственных компаний, а также рассмотрения не только годовых, но и квартальных данных. Также целесообразно изучить влияние неопределенности экономической политики на запас денежных средств компаний с различными характеристиками, такими как возможности роста и наличие финансовых ограничений. Кроме того, можно дополнить рассмотренные модели другими видами неопределенности (рыночной и специфической), протестировать динамические модели, а также то, каким образом, в соответствии с рассмотренными теориями, индекс *EPU* влияет на денежные запасы.

## ЛИТЕРАТУРА НА РУССКОМ ЯЗЫКЕ

- Борисова И. Ю., Замараев Б. А., Козлова И. Г., Назарова А. Г., Суханов Е. Ю. 2016. Российская экономика под гнетом санкций и дешевой нефти. *Вопросы экономики* 7: 5–35. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2016-7-5-35>
- Глазьев С. Ю. 2014. Санкции США и политика Банка России: двойной удар по национальной экономике. *Вопросы экономики* 9: 13–29. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-9-13-29>
- Голикова В. В., Кузнецов Б. В. 2021. Стратегии поведения российских предприятий обрабатывающей промышленности в отношении импорта в условиях экономических санкций. *Вопросы экономики* 7: 89–106. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2021-7-89-106>
- Ершов М. В. 2017. О перспективах финансовой стабильности на современном этапе. *Деньги и кредит* 6: 59–64.
- Иванов О. Б., Бухвальд Е. М. 2020. План Правительства: от восстановления — к реальному подъему экономики. *ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика* 4: 7–23. <https://doi.org/10.24411/2071-6435-2020-10031>
- Клинова М. В., Сидорова Е. А. 2014. Экономические санкции и их влияние на хозяйственные связи России с Европейским союзом. *Вопросы экономики* 12: 67–79. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2014-12-67-79>
- Найдёнова Ю. Н., Леонтьева В. В. 2020. Влияние неопределенности экономической политики на инвестиции российских компаний. *Вопросы экономики* 2: 141–159. <https://doi.org/10.32609/0042-8736-2020-2-141-159>
- Садреева А. Ф. 2018. Последствия от введения санкций западными странами для банковского сектора России. *Вестник экономики, права и социологии* 3: 51–54.
- Трошин М. С. 2021. Влияние международных экономических санкций на развитие экономики РФ. *Московский экономический журнал* 3: 169–175.

<sup>3</sup> Russia Monthly Index. URL: [https://policyuncertainty.com/russia\\_monthly.html](https://policyuncertainty.com/russia_monthly.html) (дата обращения: 30.10.2021).

Черкасова В. А., Ульянова В. И. 2018. Зависят ли запасы денежных средств российских компаний от неопределенности в экономической политике? *Научно-тех-*

*нические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета* 4: 272–284.

## REFERENCES IN LATIN ALPHABET

- Baker S. R., Bloom N., Davis S. J. 2016. Measuring economic policy uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics* 131 (4): 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Crozet M., Hinz J. 2020. Friendly fire: the trade impact of the Russia sanctions and counter-sanctions. *Economic policy* 35 (101): 97–146. <https://doi.org/10.1093/epolic/eiaa006>
- Czarnitzki D., Toole A. A. 2007. Business R&D and the Interplay of R&D Subsidies and Market Uncertainty. *Review of Industrial Organization* 31 (3): 169–181. <https://doi.org/10.1007/s11151-007-9152-x>
- Denis D. J., Sibilkov V. 2010. Financial Constraints, Investment, and the Value of Cash Holdings. *The Review of Financial Studies* 23 (1): 247–269. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2011.07.001>
- Demir E., Ersan O. 2017. Economic policy uncertainty and cash holdings: Evidence from BRIC countries. *Emerging Markets Review* 33: 189–200. <https://doi.org/10.1016/j.ememar.2017.08.001>
- Dixit A., Pindyck R. 1994. Investment Under Uncertainty. *Princeton University Press* 1–40.
- Duong H. N., Nguyen J. H., Nguyen M., Rhee S. G. 2020. Navigating through economic policy uncertainty: The role of corporate cash holdings. *Journal of Corporate Finance* 62: 1–22. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2020.101607>
- Gulen H., Ion M. 2016. Policy Uncertainty and Corporate Investment. *Review of Financial Studies* 29 (3): 523–564. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhv050>
- Han S., Qiu J. 2007. Corporate precautionary cash holding. *Journal of Corporate Finance* 13 (1): 43–57. <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2006.05.002>
- Hartman R. 1972. The effects of price and cost uncertainty on investment. *Journal of Economic Theory* 5: 258–266. [https://doi.org/10.1016/0022-0531\(72\)90105-6](https://doi.org/10.1016/0022-0531(72)90105-6)
- Huynh N., Dao A., Nguyen D. 2021. Openness, economic uncertainty, government responses, and international financial market performance during the coronavirus pandemic. *Journal of Behavioral and Experimental Finance* 31: 1–8. <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2021.100536>
- Javadi S., Mollagholamali M., Nejadmalayeri A., Al-Thaqeb S. 2021. Corporate cash holdings, agency problems, and economic policy uncertainty. *International Review of Financial Analysis* 77: 1–19. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2021.101859>
- Jensen M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers. *American Economic Review* 76: 323–329. <https://doi.org/10.2139/ssrn.99580>
- Julio B., Yook Y. 2012. Political Uncertainty and Corporate Investment Cycles. *The Journal of Finance* 67 (1): 45–83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Li X. 2019. Economic policy uncertainty and corporate cash policy: International evidence. *Journal of Accounting and Public Policy* 38 (6): 1–13. <https://doi.org/10.1016/j.jaccpubpol.2019.106694>
- Naidenova J., Novikova A. 2018. The reaction of Russian public companies' stock prices to sanctions against Russia. *Journal of Corporate Finance Research* 12 (3): 27–38. <https://doi.org/10.17323/j.jcfr.2073-0438.12.3.2018.27-38>
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. 1999. The Determinants and Implica-

- tions of Corporate Cash Holdings. *Journal of Financial Economics* **52** (1): 3–46. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00003-3](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00003-3)
- Phan H.V., Nguyen N.H., Nguyen H.T., Hegde S. 2019. Policy uncertainty and firm cash holdings. *Journal of Business Research* **95**: 71–82. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2018.10.001>
- Panagiotidis T., Printzis P. 2020. What is the investment loss due to uncertainty? *Global Finance Journal* **45**: 10–27. <https://doi.org/10.1016/j.gfj.2019.100476>
- Ramirez A., Tadesse S. 2009. Corporate cash holdings, uncertainty avoidance, and the multinationality of firms. *International Business Review* **18** (4): 387–403. <https://doi.org/10.1016/j.ibusrev.2009.02.013>
- Su X., Zhou S., Xue R., Tian J. 2020. Does economic policy uncertainty raise corporate precautionary cash holdings? Evidence from China. *Accounting and Finance* **60** (5): 4567–4592. <https://doi.org/10.1111/acfi.12674>
- Su Z.F., Xie E., Peng J. 2010. Impacts of environmental uncertainty and firm's capabilities on R&D investment: evidence from China. *Innovation, Organization and Management* **12**: 269–282. <https://doi.org/10.5172/impp.12.3.269>
- Tajaddini R., Gholipour H.F. 2020. Economic policy uncertainty, R&D expenditures and innovation outputs. *Journal of Economic Studies* **48** (2): 413–427. <https://doi.org/10.1108/JES-12-2019-0573>
- Tayem G. 2017. The Determinants of Corporate Cash Holdings: The Case of a Small Emerging Market. *International Journal of Financial Research* **8** (1): 143–154. <http://dx.doi.org/10.5430/ijfr.v8n1p143>
- Tosun O.K., Eshraghi A. 2022. Corporate decisions in times of war: Evidence from the Russia-Ukraine conflict. *Finance Research Letters* **48**: 1–7. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2022.102920>
- Zhang W., Zhang X., Tian X., Sun F. 2021. Economic policy uncertainty nexus with corporate risk-taking: The role of state ownership and corruption expenditure. *Pacific-Basin Finance Journal* **65**: 1–15. <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2021.101496>
- Zhao Y., Su K. 2022. Economic policy uncertainty and corporate financialization: Evidence from China. *International Review of Financial Analysis* **82**: 1–17. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2022.102182>

### Translation of references in Russian into English

- Borisova I. Yu., Zamaraev B. A., Kozlova I. G., Nazarova A. G., Sukhanov E. Yu. 2016. The Russian economy is under the yoke of sanctions and cheap oil. *Voprosy Ekonomiki* **7**: 5–35. (In Russian)
- Glazev S. Yu. 2014. US sanctions and the policy of the Bank of Russia: A double blow to the national economy. *Voprosy Ekonomiki* **9**: 13–29. (In Russian)
- Golikova V. V., Kuznetsov B. V. 2021. Behavioral strategies of Russian manufacturing enterprises in relation to imports under economic sanctions. *Voprosy Ekonomiki* **7**: 89–106. (In Russian)
- Ershov M. V. 2017. On the prospects for financial stability at the present stage. *Den'gi i kredit* **6**: 59–64. (In Russian)
- Ivanov O. B., Bukhvald E. M. 2020. Government plan: From recovery to real economic recovery. *ETAP: Ekonomicheskaya Teoriya, Analiz, Praktika* **4**: 7–23. (In Russian)
- Klinova M. V., Sidorova E. A. 2014. Economic sanctions and their impact on Russia's economic relations with the European Union. *Voprosy Ekonomiki* **12**: 67–79. (In Russian)
- Naidenova I. N., Leont'eva V. V. 2020. Impact of Economic Policy Uncertainty on Investments of Russian Companies. *Voprosy Ekonomiki* **2**: 141–159. (In Russian)
- Sadreyeva A. F. 2018. Consequences of the prohibition of Western countries for the banking sector of Russia. *Vestnik Ekonomiki, Prava i Sotsiologii* **3**: 51–54. (In Russian)

Troshin M.S. 2021. The impact of international economic sanctions on the development of the Russian economy. *Moskovskiy Ekonomicheskii Zhurnal* 3: 169–175. (In Russian)

Cherkasova V.A., Ul'yanova V.I. 2018. Do Russian companies' cash holdings depend on economic policy uncertainty? *Nauchno-tekhnicheskie vedomosti Sankt-Peterburgskogo gosudarstvennogo politekhnicheskogo universiteta* 4: 272–284. (In Russian)

*Статья поступила в редакцию  
25 июля 2022 г.*

*Принята к публикации  
1 февраля 2023 г.*

---

### ***Economic policy uncertainty under the conditions of sanctions: Impact on the Russian companies' cash holdings***

***I.N.Naidenova***

*International Laboratory of Intangible-Driven Economy, HSE University, Russia*

***E.V.Shalaeva***

*Master programs school, HSE University, Russia*

**Goal:** to analyze the impact of economic policy uncertainty on cash holdings of Russian manufacturing companies and the factors that moderate this impact, taking into account sanctions restrictions.

**Methodology:** during the study, regression models were evaluated based on data from more than 1 400 Russian manufacturing companies for the period 2014–2020, using the least square method on the transformed data (within estimators). **Findings:** it was found that the uncertainty of economic policy leads to an increase in cash holdings, which means a decrease in the level of investment in the development of the company and payments to owners, while this effect is stronger for companies subject to sanctions and companies without state participation, while large companies are less sensitive to policy uncertainty than medium-sized enterprises. **Originality and contribution of the authors:** the study for the first time examined the impact of economic policy uncertainty on cash holdings of Russian companies, taking into account the imposed sanctions.

**Keywords:** economic uncertainty, policy uncertainty, cash holdings, sanctions, Russian companies.

**For citation:** Naidenova I.N., Shalaeva E.V. 2022. Economic policy uncertainty under the conditions of sanctions: Impact on the Russian companies' cash holdings. *Russian Management Journal* 20 (4): 482–497. <https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.402> (In Russian)

**Для цитирования:** Найдёнова Ю.Н., Шалаева Е.В. 2022. Неопределенность экономической политики в условиях санкционных ограничений: влияние на запас денежных средств российских компаний. *Российский журнал менеджмента* 20 (4): 482–497.

<https://doi.org/10.21638/spbu18.2022.402>

*Initial Submission: July 25, 2022*

*Final Version Accepted: February 1, 2023*

---

This paper is an output of a research project implemented as part of the Basic Research Program at the National Research University Higher School of Economics (HSE University).