ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

В. А. Черкасова
канд. экон. наук., доцент Школы финансов факультета экономических наук Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

Р. А. Ведута
аналитик аналитического управления отдела анализа рынка акций АО «Сбербанк КИБ»

ГЕОПОЛИТИЧЕСКИЙ ФАКТОР И ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИОННЫХ РЕШЕНИЙ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Введение

Геополитическая ситуация в мире и в России кардинально изменилась. Мы наблюдаем резкий всплеск новых военных конфликтов между странами и усиливающиеся противостояние между нациями. Консалтинговое агентство «McKinsey»[1] по результатам опросов уже на протяжении нескольких лет выделяет геополитический риск как главную угрозу для роста мировой экономики. Подобные события изменяют устоявшийся в мире порядок, что неоднократно и сильно отражалось на будущем наций (Zhou et al., 2024). Все это в совокупности приводит и к всевозможным экономическим последствиям. Именно поэтому в мировой научной литературе все больше появляется работ по изучению геополитического фактора и неопределенности, исходящей от него.

В научных статьях эффект от геополитической неопределенности подчеркивается как возможный драйвер развития экономики (Gholipour, 2019; Jens, 2017). Например, в таких случаях под влиянием неопределенности могут вырасти инвестиции в разработки, что может объясняться стратегией развития собственного производства или же желанием получить из рискованного проекта повышенную прибыль (Hoang et al., 2023; Qingbin, Qian, 2017). С другой стороны, отмечаются негативные последствия данного фактора — снижение спроса со стороны потребителей, отток инвестиций из страны, увеличение транзакционных издержек и особенно ухудшение международной торговли, в том числе на сырьевых рынках (Aslam et al., 2023; Shams et al., 2024).

Геополитика играет важную роль в стабильности и в развитии экономики, но отсутствие в отечественной литературе работ о направлении влиянии данного фактора не дает нам ответа на актуальный вопрос относительно положительного или негативного эффекта от такой неопределенности для российских компаний. Исследование данного фактора поможет прояснить, как он сказывается на инвестиционной деятельности компаний в России, действительно ли он стимулирует или, наоборот, тормозит инвестиционную деятельность российских компаний.

Целью данного исследования является оценка влияния геополитического фактора на инвестиционную эффективность российских компаний и сравнение ее с влиянием экономической неопределенности.

Исследование проблемы неоптимального инвестирования исконно основывается на агентских теориях, изложенных в статьях (Almeida e Brito, John, 2005;

[1] Economic conditions outlook, March 2024. URL: https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/economic-conditions-outlook-2024#section-header-march/

DOI 10.31085/1814-4802-2024-20-3-144-53-70

Grossman, Rothwell, 1982; Jensen, 1986; Jensen, Meckling, 1976). Одним из основных моментов данных теорий является измерение проблем неоптимального инвестирования через асимметрию информации. Работы (Richardson, 2006) и (Benlemlih, Bitar, 2018) для нахождения инвестиционной неэффективности обосновывают ключевые методологические методы, которые используются в данной статье.

Новизна исследования заключается, во-первых, в учете двух факторов неопределенности — экономической и геополитической в инвестиционной деятельности российских компаний. Исследование дает возможность сравнить, от какого вида неопределенности в большей степени зависит поведение менеджеров в период нестабильности. В-вторых, в исследовании определено, снижается ли уровень неоптимального инвестирования в периоды нестабильности. Отдельно протестированы виды неоптимального инвестирования — пере- и недоинвестирование. В-третьих, в результате исследования выяснили, зависит ли поведение менеджеров компаний от наличия государственной собственности, в которой эта компания находится. В-четвертых, было проанализировано, зависит ли политика российских компаний в области инвестиционных решений от степени их экспортоориентированности.

Практическая значимость исследования состоит в помощи коммерческим компаниям в улучшении своих инвестиционных стратегий, политик и действий при возникновении геополитической неопределенности. Полученные результаты позволят акционерам компаний более осознанно проводить меры по предотвращению проблем пере- или недоинвестирования при воздействии геополитических факторов. Это способствует снижению рисков компании на фоне нестабильности, что может привести к улучшению их финансового положения. Правильное применение выводов от учета эффектов геополитики улучшит эффективность инвестиционных решений и повысит конкурентоспособность компаний на рынке. Правильно предпринятые меры повысят доверие инвесторов компании и положительно отразятся на ее рыночной стоимости.

Данная работа также может послужить пособием для российского регулятора (например, для Центрального Банка России или для Министерства экономического развития) по оценке геополитического фактора на инвестиционную эффективность отечественных компаний. В результате регулятор сможет реализовывать политику и меры поддержки в отношении бизнеса более тщательно.

1.1. Влияние неопределенности на эффективность инвестиций

Проблема эффективности инвестиций (или неэффективности, в научной литературе используют данные термины как синонимы) может выражаться как в переинвестировании, так и в недоинвестировании. Асимметрия информации по-разному оказывает влияние на эти виды неоптимального инвестирования.

При переинвестировании повышение асимметрии информации стимулирует менеджеров компании предпринимать действия для хеджирования рисков компании. Например, оставлять на счетах организации больше денежных средств, в результате чрезмерные инвестиции снижаются, и инвестиционная политика компании становится более эффективной, инвестиционная неэффективность снижается. При недоинвестировании слишком высокая асимметрия информации негативно влияет на взаимоотношения между менеджерами и владельцами компании, что может приводить к сокращению инвестиционной деятельности. Однако, если наблюдается всеобщая асимметрия информации и большинство экономических агентов не знают, что будет происходить или происходит в экономике, то асимметрия внутри компаний среди менеджеров и акционеров, наоборот,

уменьшается, что в дальнейшем, возможно, приведет к увеличению количества реализуемых инвестиционных проектов, и инвестиционная неэффективность снижается (Akron et al., 2022). Основной фактор, который характеризует асимметрию информации — это экономическая неопределенность.

Экономическую неопределенность можно измерить такими индексами, как EPU (Economic Policy Uncertainty) и WUI (World Uncertainty Index), большая часть научных работ подтверждает ее негативное влияние как на эффективность инвестиций, так и на размер инвестиций в целом. В работе Акрона анализируются публичные компании 12 европейских стран (в том числе и Россия) в период с 2012 по 2020 г., основной вывод авторов — экономическая неопределенность снижает проблему недоинвестирования и положительно сказывается на переинвестировании, снижая избыточные инвестиции (Akron, 2022). В работах Клайми и Фэнга утверждается о негативном влиянии экономической неопределенности на размер инвестиций компаний (Klayme et al., 2023; Feng et al., 2023). Авторы проверяют свои гипотезы на выборках из разных стран, но примерно в одном промежутке времени. Однако авторы в статье Конга, проводя анализ на китайских компаниях в том же временном промежутке, получили противоположные результаты (Kong et al., 2022).

Единого результата относительно направленности влияния экономической неопределенности на эффективность инвестиционных решений нет, выводы авторов отличаются от страны к стране, но все сходятся в едином мнении о том, что данный фактор значим, поэтому его нельзя не учитывать в исследовании.

1.2. Влияние геополитического фактора на инвестиции компаний

Геополитический фактор (риск) может измеряться таким индексом, как GPR (Geopolitical Risk — геополитический риск), разработанный (Caldara, Iacoviell, 2022). Данный показатель считается ежедневно для многих стран и для России в том числе. Геополитический риск считается на основе текстового анализа 10 крупнейших мировых изданий, ключевыми фразами для которого являются «война», «террористический акт», «атака» и множество других[1]. В статье Нгуена приводится множество аргументов в пользу того, что геополитический риск отражает неопределенность (чем выше индекс, тем выше неопределенность и наоборот) и влияет на асимметрию информации (Nguyen Huu, Örsal, 2023). То есть он является показателем геополитической неопределенности. Необходимо различать геополитическую неопределенность и экономическую неопределенность. У GPR и EPU/WUI совсем разные природы возникновения, и они не связаны друг с другом (Caldara, Iacoviell, 2022).

На данный момент большая часть работ по изучению влияния геополитического фактора сосредоточена в теме интенсивности инвестиций, то есть авторы пытаются выяснить, как данный фактор может повлиять на размер инвестиций компаний в проекты; либо на сделки M&A (слияния и поглощения); либо сосредотачиваются на финансовом секторе и изучают влияние GPR на рынок акций и финансовую устойчивость экономики (Gawellek et al., 2021; Khraiche et al., 2023; Owjimehr et al., 2023; Rumokoy et al., 2023). Есть результаты по влиянию геополитического фактора на интенсивность инвестиций.

В работе Румокойя рассматривается влияние GPR на капитальные затраты австралийских компаний, котирующихся на австралийской бирже из горнодобывающих отраслей в период с 2011 по 2020 г. (Rumokoy, 2022). Авторы приходят

[1] Источник данного индекса находится в открытом доступе. URL: https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm.

к выводу, что инвестиции компаний снижаются при росте GPR, то есть при увеличении геополитической неопределенности. Авторы провели дополнительный анализ и для компаний из других индустрий (обрабатывающая, энергетика, здравоохранение и др.). Результаты работы показали, что для многих из них характерно снижение инвестиций по мере роста геополитического риска.

Работа Шена подчеркивает значимость типа собственности в принятии инвестиционных решений для китайских энергетических компаний (государственные или негосударственные) (Shen et al., 2021). Результаты анализа показали, что для государственных компаний влияние геополитического риска не такое сильное, как для негосударственных. Такие компании более тесно связаны с органами власти страны, что накладывает на них дополнительный контроль на принятие инвестиционных решений и больше обязанностей по исполнению социальных функций (Khaw et al., 2019). С другой стороны, у государственных компаний наблюдается меньше ограничений на получение внешнего финансирования, поэтому они могут сохранять большее количество денежных средств относительно частных компаний. Обладая таким преимуществом, государственные компании меньше подвергаются воздействию от неопределенности (Sandra, Kim, 2022).

В работе Луи, где рассматривается влияние GPR 40 (сорока) стран (партнеры Китая) на уровень экспорта Китая в период с 2003 по 2021 г., результаты исследователей показали, что наблюдаемый рост GPR снижает экспорт Китая вследствие повышения транзакционных издержек из-за дополнительных трат на обеспечение безопасности при проведении торговли (Liu et al., 2024). Подобный результат подтверждается теорией транзакционных издержек (повышение издержек снижает объем торговли). Геополитическая неопределенность изменяет цепочки поставок товаров в международной торговле. В результате экспортноориентированные компании могут открыть для себя новые рынки сбыта и стать там альтернативными поставщиками (Wang et al., 2023).

Государство может оказывать дополнительную поддержку национальным фирмам-экспортерам (Sharma et al., 2020). Оно может руководствоваться желанием получить дополнительное влияние на другие страны, поэтому государственные экспортно-ориентированные компании могут быть не так сильно подвержены неопределенности за счет оказываемой им поддержки (Downie, 2022).

В работе Ислама и др. изучают экспорт российского урана и ядерной энергетики в разрезе взаимоотношений России и США (Islam et al., 2024). Основной вывод авторов указывает на небольшую значимость геополитического фактора России на торговлю урана в США, так как последние не вводили санкционных мер в отношении данной отрасли.

Таким образом, большинство авторов отмечают значимое и негативное влияние геополитического риска на размер инвестиций компаний и на уровень экспорта, то есть связь между рассматриваемым фактором и инвестициями существует. С другой стороны, следует отметить, что некоторые работы получили противоположные результаты и отмечают GPR как фактор развития экономики (Gholipour, 2019).

1.3. Гипотезы

Основываясь на обзоре литературы, можно выдвинуть следующие гипотезы:

H1: *Геополитическая неопределенность оказывает значимое влияние на эффективность инвестиционных решений компаний*

Исходя из данных о том, что индекс GPR может отражать геополитическую неопределенность и тем самым отражать изменения в асимметрии информации, можно предположить, что данный фактор влияет на принятие инвестиционных

решений, изменяя размер вкладываемых в проекты денежных средств (Nguyen Huu, Örsal, 2023; Le, Tran, 2021).

H2.1: *Геополитическая неопределенность оказывает отрицательное влияние на эффективность инвестиционных решений компаний*

При увеличении неопределенности менеджеры компаний будут стараться захеджировать риск фирмы и поэтому снизят инвестиции в реализуемые проекты, из-за чего проблемы переинвестирования снижаются, а проблемы недоинвестирования увеличиваются. Данный эффект снижения инвестиций от повышения GPR уже был подтвержден в работе (Rumokoy et al., 2023).

Учитывая тот факт, что повышение геополитического риска провоцирует волатильность цен на рынке акций компаний, инвесторам компании становится тяжелее оценить возможности будущего развития фирмы, поэтому приток средств инвесторов сокращается (Bevilacqua et al., 2020; Le, Tran, 2021). С другой стороны, во время высокой геополитической неопределенности получение кредита для банковских корпоративных клиентов усложняется из-за роста процентных ставок и иных расходов на обслуживание долга (Khoo, Cheung, 2021). В результате внешнее и внутреннее финансирование компаний сокращается, им приходится снижать инвестиции в проекты, что приводит к уменьшению проблемы переинвестирования и повышению уровня недоинвестирования.

H2.2: *Геополитическая и экономическая неопределенности однонаправленно влияют на уровень неоптимального инвестирования компаний*

Эффекты для компаний от экономической неопределенности очень схожи с геополитической неопределенностью. При росте экономической неопределенности может образовываться неустойчивость на рынках привлечения капитала через внутренние и внешние каналы. И финансирование компании будет снижаться по тем же причинам, что и при геополитической неопределенности, что приведет к отрицательному влиянию на ее неоптимальное инвестирование (Hu, Gong, 2019; Huynh, 2024). То есть при геополитической и при экономической неопределенности уровни пере- и недоинвестирования будут увеличиваться. Повышение асимметрии информации, вызванное экономической неопределенностью, заставляет менеджеров предпринимать меры по сокращению негативных последствий для компании, что приводит к сокращению инвестиции (Akron et al., 2022). Подобное поведение менеджеры проявляют и при появлении неопределенности из-за геополитических событий.

H3: *Связь между геополитической неопределенностью и уровнем неоптимальных инвестиций сильнее в экспортноориентированных компаниях*

Повышение геополитической неопределенности может повысить издержки экспортноориентированных компаний, так как расходы на обеспечение стабильного и безопасного экспорта собственной продукции возрастут (Liu et al., 2024). Ориентированные на экспорт компании также могут воспользоваться дополнительной поддержкой государства или осуществлять дополнительные инвестиции, если увидят новые возможности для продаж собственной продукции из-за изменившихся цепочек поставок товаров вследствие влияния геополитики (Downie, 2022; Sharma et al., 2020; Wang et al., 2023). Поэтому подобные компании относительно других — не экспортноориентированных фирм — будут более сильно подвержены геополитической неопределенности и проблемам пере- и недоинвестирования.

H4: *Связь между геополитической неопределенностью и уровнем неоптимальных инвестиций сильнее в компаниях с государственным участием*

Государственные компании не так сильно подвержены геополитическому риску, так как они обладают дополнительными преимуществами относительно негосударственных компаний (Shen et al., 2021). Например, государственные фирмы

обладают более тесной политической связью и зачастую получают преференции по заимствованию средств для своих проектов (Jia et al., 2022). Государственным компаниям также тяжелее сокращать объемы инвестируемых средств из-за тщательного контроля со стороны регулятора. В результате частным фирмам для сохранения своей стабильности в периоды геополитической неопределенности приходится предпринимать более активные действия, что может выражаться в большем сокращении инвестиций в проекты, относительно тех же государственных компаний (Wang et al., 2024).

H5: *Геополитическая неопределенность оказывает более сильное влияние на эффективность инвестиций российских компаний, чем экономическая неопределенность*

Эффект экономической неопределенности тяжело прогнозируем и представляет собой неизбежный риск (Dai, Ngo, 2021). Природа геополитического фактора аналогично заключается в непредсказуемости. Подобные события происходят неожиданно для всех и могут моментально отразиться на работе бизнеса и жизни людей. Тем не менее источники данных неопределенностей и индексы, оценивающие их, — разные (Caldara, Iacoviell, 2022). Поэтому влияние геополитического риска и экономической неопределенности может быть разным. Так как политика активно формирует новые модели развития экономики, предполагаем, что экономика следует за политическими событиями и оказывает более слабое влияние на инвестиционные решения российских компаний.

Методология

2.1. Алгоритм исследования

На первом этапе определяется уровень неоптимального инвестирования. Для этой цели используется методология, основанная Ричардсоном (Richardson, 2006) и дополненная другими авторами (Biddle et al., 2009; Chen, Jermias, 2014; Benlemlih, Bitar, 2018; Lin et al., 2021):

$$Investment_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 SalesGrowth_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}, \quad (1)$$

где $Investment_{i,t}$ определяется как чистое увеличение в материальных и нематериальных активах компании периода t, деленное на все активы компании прошлого периода; $SalesGrowth_{i,t-1}$ — это скорость изменения продаж фирмы с периода $t-2$ по период t.

Основная идея заключается в получении инвестиционной эффективности (*INEF*) через остатки регрессии (1), то есть:

$$INEF = Investment_{i,t} - E(Investment_{i,t}) = \varepsilon_{i,t}. \quad (2)$$

Остатки регрессии делятся на отрицательные значения, отражающие недоинвестирование в компаниях; и положительные значения, отражающие переинвестирование.

Для определения значимости и направления влияния геополитической и экономической неопределенности используется следующая модель (Akron et al., 2022; Kong et al., 2022):

$$\begin{aligned} OVER_{i,t} / UNDER_{i,t} &= \beta_0 + \beta_1 GPR_{i,t} + \\ &+ \sum_n \beta_n Controls_{ni,t} + Industry + Year + \eta_{i,t}, \end{aligned} \quad (3)$$

где $UNDER_{i,t}$ — это уровень недоинвестирования в компаниях, а $OVER_{i,t}$ — уровень переинвестирования в компаниях; $GPR_{i,t}$ — индекс геополитической неопределенности в момент времени t для России (имеет годовое значение, найденное как среднее по месячным значениям); $Controlsn_{i,t}$ — контрольные переменные для компании i в момент времени t; *Industry* — дамми переменные для индустрии компании; *Year* — дамми переменные для годов; $\eta_{i,t}$ — остатки регрессии.

Одной из причин, влияющих на неэффективность инвестиционных решений, является изменение запасов денежных средств компаний. Для более детального анализа подобной динамики будет проведена оценка модели Ванга (Wang et al., 2024):

$$MONEY_{\text{OVER}i,t} / MONEY_{UNDERi,t} = \beta_0 + \beta_1 GPR_{i,t} + \\ + \sum_n \beta_n Controls_{ni,t} + Industry + Year + \eta_{i,t}, \quad (4)$$

где $MONEYOVER_{i,t} / MONEYUNDER_{i,t}$ это — запасы денежных средств компаний в периоде t с пере- и недоинвестированием соответственно. $Controlsn_{i,t}$ включают переменные, указанные в табл. 1.

На следующем этапе тестируется влияние геополитического фактора на инвестиции компании в зависимости от типа собственности и степени экспортоориентированности. Для этого используются следующие модели:

$$OVERi,t / UNDERi,t = \beta_0 + \beta_1 GPRi,t + \beta_2 GPRi,t * Overshipi,t + \\ + \sum_n \beta_n Controls_{ni,t} + Industry + Year + \eta_{i,t}, \quad (5)$$

$$OVERi,t / UNDERi,t = \beta_0 + \beta_1 GPRi,t + \beta_2 GPRi,t * Exporti,t + \\ + \sum_n \beta_n Controls_{ni,t} + Industry + Year + \eta_{i,t}, \quad (6)$$

где $Overship_{i,t}$ — это дамми переменная, отражающая тип собственности компании (1 — государственная, 0 — негосударственная); $Export_{i,t}$ — это дамми переменная, отражающая экспортоориентированность компании (1 — ориентирована, 0 — не ориентирована). В заключение стоит отметить, что $Controlsn_{i,t}$ включают в себя $Overship_{i,t}$ и $Export_{i,t}$.

Для тестирования гипотезы *H5* (определение того, какая неопределенность оказывает более сильное влияние на инвестиции российских компаний), будет использован метод разложения коэффициента детерминации (R^2).

2.2. Данные

В исследовании используются годовые данные по 187 нефинансовым российским компаниям, котирующимся на Московской Бирже в период с 2012 по 2022 г., всего 1938 наблюдений. Основным источником финансовых показателей компаний является база данных «Fira PRO».

Контрольные переменные

Контрольные переменные были взяты исходя из исследований по данной тематике (Akron et al., 2022; Benlemlih, Bitar, 2018) (табл. 1).

Таблица 1

Описание контрольных переменных

Контрольная переменная	Источник	Комментарий
EPU	Economic Policy Uncertainty, https://www.policyuncertainty.com	Индекс экономической неопределенности в момент времени *t* для России. Имеет годовое значение, деленное на 100, найденное как среднее по месячным значениям
ROA	Fira PRO	Логарифм рентабельности активов периода *t*, определяется как соотношение чистой прибыли на все активы компании, умноженное на 100
Size	Fira PRO	Логарифм активов компании в период *t*
Leverage	Fira PRO	Логарифм соотношения заемного и собственного капитала компании в период *t*
Money	Fira PRO	Деньги и денежные эквиваленты периода *t*, деленные на все активы за вычетом денег и их эквивалент периода *t*

Источник: составлено авторами.

Данные о собственности *Ownership* были собраны из базы данных «СПАРК», реестра «Федерального агентства по управлению государственным имуществом»[1] и официальных сайтов исследуемых компаний. Для экспортоориентированности компаний *Export* источником послужило включение компании в рейтинг «200 крупнейших российских компаний-экспортеров» от АЦ «Эксперт».

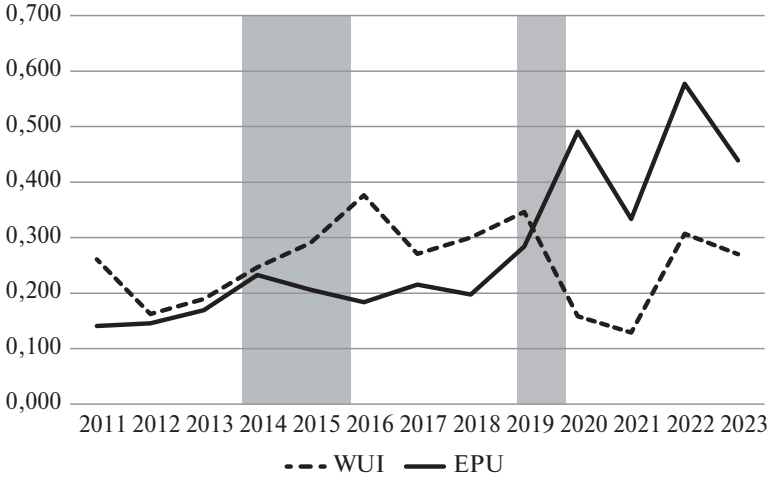

Рис. 1. Значения индексов экономической неопределенности (2011–2023 гг.)

Источник: построено авторами.

Примечание:

(1) источник данных EPU. URL: https://www.policyuncertainty.com; WUI. URL: https://worlduncertaintyindex.com/data/.

(2) серым цветом отмечено нетипичное поведение WUI; значения EPU были поделены на 1000 для наглядности на графике.

[1] Реестр предприятий, находящихся в собственности РФ, государственных корпораций, хозяйственных обществ, акции (доли) которых находятся в собственности РФ, с обоснованием необходимости сохранения в собственности РФ таких организаций. URL: http://esugi.rosim.ru/Section/OpenInfo/Finder/Index/56a395de-5f33-497e-8aa3-c4b27d165017?BrowserId=849b732a-d0b2-4742-8f3f-b592d5ff3bb4.

Во многих исследованиях индексы экономической неопределенности (EPU и WUI) используются как прокси переменные. Данные индексы находятся с помощью текстового анализа, но в качестве ключевых слов используются «Центральный Банк России», «монетарная политика», «ключевая ставка» и т. д. Их отличие между собой заключается в источниках информации для анализа. Для России индекс EPU строится, основываясь на новостном анализе издания «Коммерсант», а индекс WUI — на анализе страновых отчетов аналитического центра «The Economist Intelligence Unit» (Ahir et al., 2018; Baker et al., 2016). При анализе индексов, было принято решение об использовании новостного индекса EPU (рис. 1).

3. Результаты

3.1. Описательные статистики

Используемая выборка охватывает крупные компании, которые не оставляют на своих счетах большое количество денежных средств (сумма активов 75% компании значительно превышает денежные средства). Наблюдается относительно сильная закредитованность фирм, среднее значение долга фирмы превышает ее собственный капитал в 2 раза ($2{,}72^{0{,}877} \approx 2{,}4$). Тем не менее компании достаточно эффективно распоряжаются своими активами, средний ROA составляет 6% ($2{,}72^{1{,}797} \approx 6$) (табл. 2).

Таблица 2

Описательные статистики данных

	INEF	GPR	EPU	Size	Money	ROA	Leverage	Ownership	Export
count	1938	1938	1938	1938	1938	1938	1938	1938	1938
mean	0,001	1,025	2,661	17,089	0,063	1,797	0,877	0,378	0,287
std	0,096	0,746	1,243	2,29	0,181	1,057	0,798	0,485	0,453
min	–0,667	0,53	1,46	0	0	–2,347	0	0	0
25%	–0,034	0,59	1,84	15,59	0,003	1,195	0,315	0	0
50%	–0,017	0,89	2,16	17,23	0,017	1,786	0,636	0	0
75%	0,033	1,08	2,84	18,59	0,057	2,459	1,222	1	1
max	0,439	3,75	5,77	23,903	3,784	5,855	4,839	1	1

Источник: расчеты авторов.

В табл. 3 представлена корреляционная матрица. Наблюдается повышенная корреляция между индексами геополитической и экономической неопределенности, однако для данных факторов она естественна.

Таблица 3

Корреляционная матрица

	INEF	GPR	EPU	Size	Money	ROA	Leverage	Ownership	Export
INEF	1								
GPR	0,023	1							
EPU	0,003	**0,602**	1						
Size	0,107	0,007	0,032	1					
Money	–0,168	0,063	0,059	–0,068	1				
ROA	0,103	0,036	0,05	0,098	0,047	1			
Leverage	0,06	–0,015	–0,002	–0,042	–0,029	–0,154	1		
Ownership	0,067	–0,02	–0,02	0,209	–0,023	–0,047	–0,102	1	
Export	0,003	–0,03	–0,023	0,323	–0,037	0,081	–0,055	–0,089	1

Источник: расчеты авторов.

Обратим внимание на динамику пере- и недоинвестирования, а также на значения индексов экономической и геополитической неопределенности на исследуемом промежутке (рис. 2).

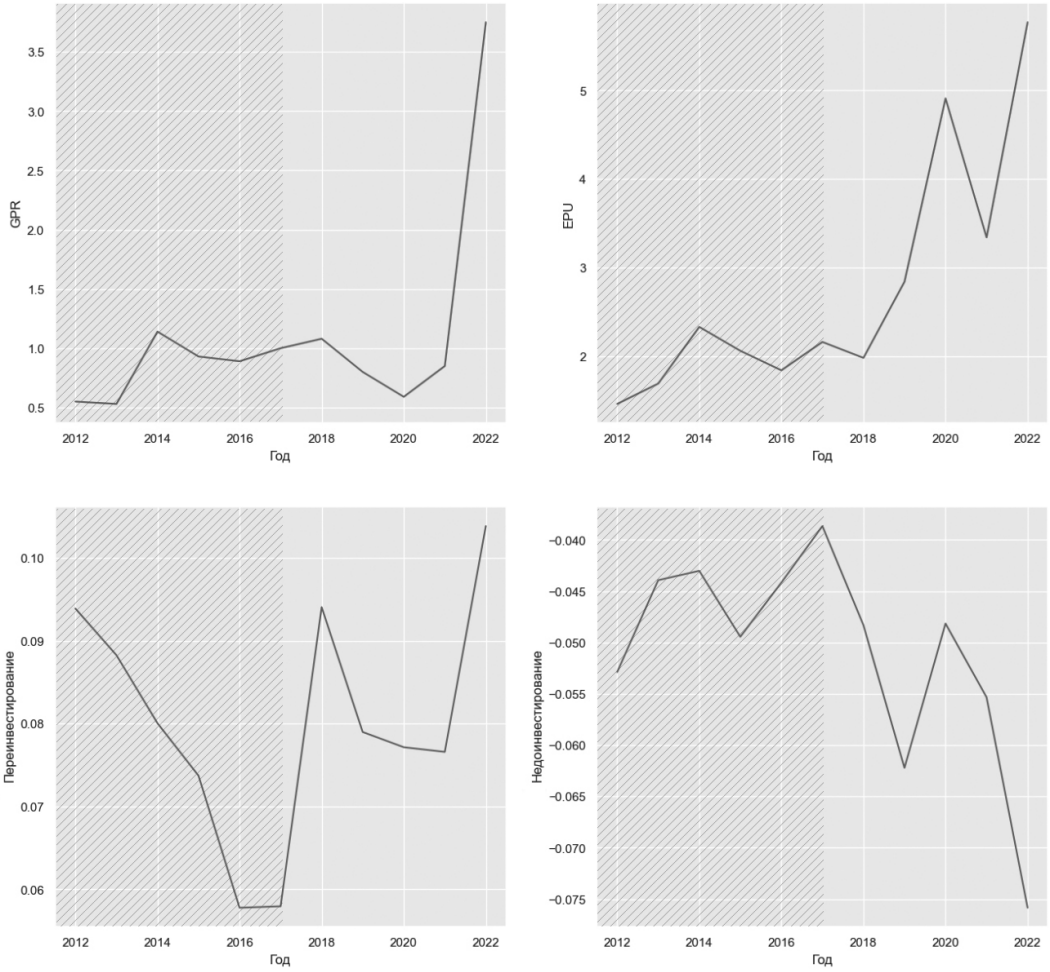

Рис. 2. Значения GPR и EPU, динамика пере- и недоинвестирования

Источник: анализ авторов.

Примечание: штриховкой отмечен временной промежуток до 2017 г.

При анализе графиков можно увидеть наличие временного структурного сдвига в 2017 г., так как до этого момента динамика переинвестирования изменялась противоположно исследуемым неопределенностям, динамика недоинвестирования была схожа с изменениями неопределенности. После 2017 г. все происходило наоборот. Поэтому необходимо провести тест Чоу на наличие структурных сдвигов в выборке.

Подобный эффект мог возникнуть из-за влияния различных кризисов на компании. До 2017 г. основным шоком был геополитический кризис 2014 г., однако его последствия и последующие шоки могли изменить восприятия менеджеров относительно неопределенности, а также их поведение в период нестабильности.

3.2. Результаты регрессионного анализа

На первом этапе регрессионного анализа было выявлено 743 наблюдений с переинвестированием и 1195 с недоинвестированием. Итоговое количество наблюдений — 1938.

По результатам теста Чоу можно наблюдать структурный сдвиг для компаний с переинвестированием, а для компаний с недоинвестированием он не наблюдается (табл. 4). Поэтому для оценки результатов тестирования построены и проведены по две регрессии, позволяющие оценить различные временные периоды как для компаний с переинвестированием, так и для компаний с недоинвестированием.

Таблица 4

Результаты теста Чоу

Период	Переинвестирование			Недоинвестирование		
	Статистика Теста Чоу	*F crit*	*Результат*	*Статистика Теста Чоу*	*F crit*	*Результат*
2012–2016 и 2017–2022 гг. Общий промежуток: 2012–2022 гг.	1,69	1,58	Структурный сдвиг **присутствует**	0,73	1,58	Структурный сдвиг **отсутствует**

Источник: расчеты авторов.

Примечание: гипотеза о наличии структурного сдвига проверялась на 5%-ном уровне значимости.

Лучшей моделью для оценки регрессий является модель с фиксированным эффектом, где учитывался временной и отраслевой эффект. Для решения проблемы гетероскедастичности использованы робастные ошибки. Результаты итоговых моделей приведены в табл. 5.

Таблица 5

Оценки моделей с фиксированными эффектами регрессий (2) и (3)

	Зависимые переменные				
	OVER Переинвестирование (2)		***UNDER Недоинвестирование*** (3)		
GPR	–0,0135*** (0,003)	0,0947* (0,051)	0,001 (0,001)	–0,0037*** (0,001)	–0,0028* (0,002)
EPU	0,011 (0,015)	–0,056* (0,031)	–0,02*** (0,003)	–0,0042*** (0,001)	–0,0103*** (0,002)
Ownership	–0,0066 (0,007)	0,0028 (0,007)	–0,0069*** (0,003)	–0,001 (0,003)	–0,0032* (0,002)
Export	–0,0147* (0,008)	–0,0173** (0,008)	0,0026 (0,003)	0,0002 (0,003)	0,0016 (0,002)
Money	0,256*** (0,034)	0,1831*** (0,013)	0,0032 (0,006)	–0,0228*** (0,008)	–0,0167*** (0,005)
Size	–0,0016 (0,002)	–0,0002 (0,002)	0,0021*** (0,00001)	0,0017*** (0,001)	0,0019*** (0,00001)
ROA	0,0005 (0,004)	0,0052* (0,003)	–0,0029*** (0,001)	–0,0004 (0,001)	–0,0015** (0,001)
Leverage	0,0007 (0,005)	0,006’ (0,004)	–0,0029** (0,001)	–0,0007 (0,001)	–0,0016* (0,001)
const	0,0467* (0,026)	0,0179 (0,054)	–0,0351*** (0,006)	–0,0428*** (0,009)	–0,0513*** (0,007)
PERIOD	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2022*
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	365	378	564	631	1195
R2	0,2	0,252	0,131	0,111	0,109
Adjusted R2	0,15	0,208	0,099	0,08	0,089
Note: ‘$p < 0,15$; *$p < 0,10$; **$p < 0,05$; ***$p < 0,01$.					

Источник: расчеты авторов.

Примечание: в скобках указаны стандартные робастные ошибки.

В случае с переинвестированием в период с 2012 по 2016 г. наблюдается влияние лишь геополитической неопределенности, обусловленной шоком в 2014 г., который снижает уровень переинвестирования в российских компаниях (GPR значим на любом уровне значимости, гипотеза *H1* подтвердилась). Но в период 2017–2022 гг. геополитическая неопределенность изменила свою направленность и начала повышать переинвестирование, оставаясь значимой на 10%-ном уровне. Подобный эффект произошел из-за смены мнения менеджеров относительно геополитики.

Экономическая неопределенность также оказывает значимое влияние на инвестиционные решения компаний. В данном периоде влияние неопределенностей разнонаправленное, что опровергает гипотезу *H2.2*. То есть в период влияния первого геополитического шока в 2014 г. руководители компаний предпринимали меры для снижения риска фирмы и начинали накапливать денежные средства предприятий (GPR значим и повышал денежные средства на счетах компании с 2012 по 2016 г., табл. 6). Их задачей было снизить затраты на внешнее финансирование из-за возросшей стоимости на фоне неизвестности будущей ситуации в экономике (Cuculiza et al., 2020; X. Wang et al., 2024). Вопрос финансирования важен для исследуемых компаний, так как мы наблюдаем их относительно высокую закредитованность. Далее компании столкнулись с возросшей экономической неопределенностью из-за пандемии коронавируса, и менеджеры фирм все так же пытались снизить риски предприятий, уменьшая излишние инвестиции в реализуемые проекты и оставляя больше денежных средств в компании. Индекс экономической неопределенности снижает уровень переинвестирования на промежутке 2017–2022 гг., а запасы наличности компаний увеличиваются (табл. 6). Столкнувшиеся вновь с геополитической неопределенностью в 2022 г., менеджеры поменяли свое мнение и, накопив достаточно денежных средств на счетах компании в пандемию, начали злоупотреблять накопленными средствами и тратить их на инвестирование в различные проекты, возможно, не самые доходные. Повышение индекса политической неопределенности в период 2017–2022 гг. снизило количество денежных средств на счетах компании (табл. 6) (Harford, 1999; Wang et al., 2024). Менеджеры могли получать повышенную доходность с рискованных инвестиций для повышения своего благосостояния в виде бонусов к зарплате за подобную инвестиционную деятельность (Hoang et al., 2023). То есть они пренебрегали благосостоянием акционеров и не пытались более оптимально использовать денежные средства для инвестиций компании, и поэтому мы наблюдаем рост переинвестирования из-за повышения геополитической неопределенности.

Влияние политической и экономической неопределенности на недоинвестирование на всем промежутке времени значимое и однонаправленное (гипотезы *H1* и *H2.2* подтвердились). Влияние неопределенностей ухудшает проблемы неэффективности инвестиций, что подтверждает гипотезу *H2.1*. Из дополнительных особенностей можно отметить значимость государственного типа собственности для компании. Объяснение в росте недоинвестирования из-за геополитики кроется на этапе принятия мер для безопасности компании, то есть менеджеры боятся непредсказуемости наблюдаемых событий и нестабильности на рынке финансирования и стараются хеджировать свой риск, приостанавливая инвестиции (Rumokoy et al., 2023). Подобный сценарий свойственен и экономической неопределенности, поэтому она также увеличивает уровень недоинвестирования.

Связь между геополитической неопределенностью и переинвестированием на промежутке с 2012 по 2016 г. была сильнее в негосударственных компаниях, поэтому гипотеза *H4* отвергается (табл. 7). В период с 2017 по 2022 г. экспортоориентированные компании были более неэффективными и переинвестировали больше относительно других компаний. Таким образом, гипотеза *H3* подтверждается. Изменение геополитической ситуации открыло новые рынки сбыта для российских экспортных компаний, поэтому менеджеры могли начать инвестировать средства в трансграничные проекты (Downie, 2022; Sharma et al., 2020; Wang et al., 2023).

Таблица 6

Дополнительное исследование влияние неопределенностей на денежные средства на счетах компаний с пере- и недоинвестированием

	Зависимые переменные:				
	MONEYOVER *Запасы наличности* (3)		*MONEYUNDER* *Запасы наличности* (4)		
GPR	0,009*** (0,003)	–0,0182** (0,008)	–0,0007 (0,001)	0,0004 (0,001)	0,0005 (0,001)
EPU	0,0082 (0,015)	0,014** (0,007)	0,0014 (0,002)	0,0001 (0,001)	–0,0004 (0,001)
PERIOD	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2022*
CONTROLS	YES	YES	YES	YES	YES
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	365	378	564	631	1195
R2	0,745	0,276	0,089	0,052	0,049
Adjusted R2	0,731	0,235	0,057	0,02	0,028
Note: ‘$p < 0,15$; *$p < 0,10$; **$p < 0,05$; ***$p < 0,01$.					

Источник: расчеты авторов.

Примечание: в скобках указаны стандартные робастные ошибки.

В компаниях, где наблюдается недоинвестирование, государственные компании под влиянием геополитического фактора становятся менее эффективными и недоинвестируют больше относительно частных фирм, поэтому гипотеза *H4* подтвердилась. Подобные фирмы получают недостаточно поддержки со стороны государства, поэтому они не могут позволить себе привлечь дополнительное льготное финансирование и теряют конкурентоспособность относительно частных фирм. В результате данным компаниям приходится более остро реагировать и снижать свои инвестиции для нивелирования геополитического риска. Ориентированные на экспорт компании, наоборот, были более эффективны и недоинвестировали меньше, поэтому гипотеза *H3* опровергается.

В заключении проведено сравнение степени влияния политической и экономической неопределенности на инвестиционную эффективность. Результаты разложения коэффициента детерминации приведены в табл. 8.

Для фирм с переинвестированием и в период с 2012 по 2016 г., и в период с 2017 по 2022 г. геополитическая неопределенность оказывала более сильное воздействие на инвестиционные решения, чем экономическая неопределенность, хотя в 2017–2022 гг. разница не такая большая. В результате *гипотеза H5* подтверждается. Противоположный результат наблюдается для недоинвестирования. Экономическая неопределенность имеет большую важность и силу для компаний, поэтому *гипотеза H5* для фирм с недостаточным инвестированием отвергается.

Таблица 7

Тестирование гипотез H3 и H4

	Зависимые переменные:					
	OVER Переинвест. (5)		*OVER Переинвест.* (7)		*UNDER Недоинвест.* (6)	*UNDER Недоинвест.* (8)
GPR	–0,009** (0,004)	0,0049 (0,005)	–0,016*** (0,004)	0,0025 (0,005)	–0,0005 (0,001)	–0,003*** (0,001)
EPU	0,0121 (0,016)	0,0024 (0,004)	0,0116 (0,016)	0,0024 (0,004)	–0,0011 (0,001)	–0,0012 (0,001)
*GPR*Ownership*	–0,043* (0,025)	0,0002 (0,005)			–0,0059** (0,002)	
*GPR*Export*			0,0355 (0,027)	0,0132** (0,006)		0,0053** (0,002)
Ownership	0,028 (0,022)	0,0025 (0,01)	–0,007 (0,007)	0,0016 (0,007)	0,0024 (0,003)	–0,003* (0,002)
Export	–0,014* (0,008)	–0,02** (0,008)	–0,0434* (0,024)	–0,033*** (0,011)	0,0016 (0,002)	–0,0036 (0,003)
Money	0,26*** (0,035)	0,18*** (0,013)	0,25*** (0,034)	0,18*** (0,013)	–0,016*** (0,005)	–0,017*** (0,005)
Size	–0,0016 (0,002)	–0,0002 (0,002)	–0,0017 (0,002)	–0,0002 (0,002)	0,0019*** (0,00001)	0,0019*** (0,00001)
ROA	0,0002 (0,004)	0,0052* (0,003)	0,0009 (0,004)	0,0051* (0,003)	–0,0016** (0,001)	–0,0015** (0,001)
Leverage	0,0004 (0,005)	0,0059’ (0,004)	0,0008 (0,005)	0,006’ (0,004)	–0,0017* (0,001)	–0,0016* (0,001)
const	0,0385’ (0,026)	–0,0172 (0,06)	0,0532** (0,026)	–0,0159 (0,059)	–0,061*** (0,007)	–0,058*** (0,007)
PERIOD	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2016*	*2017–2022*	*2012–2022*	*2012–2022*
YEAR	YES	YES	YES	YES	YES	YES
INDUSTRY	YES	YES	YES	YES	YES	YES
Observations	365	378	365	378	1195	1195
R2	0,208	0,252	0,203	0,258	0,114	0,113
Adjusted R2	0,16	0,206	0,155	0,212	0,094	0,093

Источник: расчеты авторов.

Примечание: в скобках указаны стандартные робастные ошибки.

Таблица 8

Проценты объяснения R^2

Переинвестирование				***Недоинвестирование***	
OVER (2012–2016)		*OVER (2017–2022)*		*UNDER (2012–2022)*	
GPR	*EPU*	*GPR*	*EPU*	*GPR*	*EPU*
2,51 (10,9)	0,143 (0,62)	0,25 (1,08)	0,22 (0,97)	0,22 (2,96)	2,4 (32,52)

Примечание: в скобках указан *F* score.

Источник: расчеты авторов.

Заключение

В данной статье проведено исследование влияния геополитической неопределенности на неоптимальное инвестирование российских компаний в период с 2012 по 2022 г. В результате исследования было выявлено значимое влияние геополитической неопределенности на инвестиционную эффективность компаний. Было обнаружено, что геополитическая неопределенность до 2017 г. снижала уровень переинвестирования. Подобный результат совпадает с работой Ванга, но увеличивала уровень недоинвестирования на всем рассматриваемом интервале (Wang et al., 2023). Наблюдаемая динамика усугубляет агентские проблемы между акционерами и менеджерами компаний. Отрицательные эффекты от неопределенности особенно сильно отражаются на экспортоориентированных компаниях, осуществляющих переинвестирование, и на тех компаниях, которые принадлежат государству и осуществляющих недоинвестирование.

Ограничением исследования является наличие неточностей в измерении индекса, отражающего геополитическую неопределенность, так как он строится на основе зарубежных новостных изданий и может искажать реальное значения индекса для российского рынка.

Для преодоления негативных последствий от геополитической неопределенности компаниям следует более тщательно относиться к контролю за своими денежными средствами и предпринимать меры по объективной оценке решения об их использовании для инвестирования в проекты. Во-вторых, акционерам компании следует улучшать систему корпоративного управления для преодоления оппортунистических целей менеджеров при высокой геополитической неопределенности (Wang et al., 2024). В-третьих, государственному регулятору (например, правительству) следует разработать дополнительные меры для доступа к финансированию государственным компаний с недоинвестированием. Регулятору также важно прояснить возможные будущие ожидания по развитию экономической ситуации в стране для снижения всеобщей асимметрии информации, это поможет фирмам в прогнозировании своей деятельности и оценке собственных рисков (Kong et al., 2022).

Возможные будущие исследования в данной тематике могут затронуть влияние геополитики на доходность рынка российских акций, более детальное изучение изменения степени закредитованности компаний в нестабильные периоды. Исследование может быть продолжено изучением отраслевой специфики и выявлением значимых для отрасли факторов, влияющих на принятие эффективных инвестиционных решений.

Источники

Ahir H., Bloom N., Furceri D. The World Uncertainty Index // SSRN Electronic Journal. 2018.

Akron S., Demir E., Díez-Esteban J. M., García-Gómez C. D. How does Uncertainty Affect Corporate Investment Inefficiency? Evidence from Europe // Research in International Business and Finance. 2022. Vol. 62. P. 101752.

Almeida e Brito J. G., John K. Leverage and Growth Opportunities: Risk-Avoidance Induced by Risky Deb // SSRN Electronic Journal. 2005.

Aslam F., Slim S., Osman M., Tabche I. The Footprints of Russia–Ukraine War on the Intraday (In)efficiency of Energy Markets: a Multifractal Analysis // Journal of Risk Finance. 2023. Vol. 24. Iss. 1. P. 89–104.

Baker S. R., Bloom N., Davis S. J. Measuring Economic Policy Uncertainty // The Quarterly Journal of Economics. 2016. Vol. 131. Iss. 4. P. 1593–1636.

Benlemlih M., Bitar M. Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency // Journal of Business Ethics. 2018. Vol. 148. Iss. 3. P. 647–671.

Bevilacqua M., Morelli D., Uzan P. S. R. Asymmetric Implied Market Volatility and Terrorist Attacks // International Review of Financial Analysis. 2020. Vol. 67. P. 101417.

Biddle G. C., Hilary G., Verdi R. S. How Does Financial Reporting Quality Relate to Investment Efficiency? // Journal of Accounting and Economics. 2009. Vol. 48. Iss. 2–3. P. 112–131.

Caldara D., Iacoviell M. Measuring Geopolitical Risk // American Economic Review. 2022. Vol. 112. Iss. 4. P. 1194–1225.

Chen Y., Jermias J. Business Strategy, Executive Compensation and Firm Performance // Accounting and Finance. 2014. Vol. 54. Iss. 1. P. 113–134.

Cuculiza C., Antoniou C., Kumar A., Maligkris A. Terrorist Attacks, Analyst Sentiment, and Earnings Forecasts // Management Science. 2020. Vol. 67. Iss. 4. P. 2579–2608.

Dai L., Ngo P. Political Uncertainty and Accounting Conservatism // European Accounting Review. 2021. Vol. 30. Iss. 2. P. 277–307.

Downie C. Geopolitical Leverage in the Energy Transition: A Framework for Analysis and the Case of Australian Electricity Exports // Energy Research Social Science. 2022. Vol. 93. P. 102826.

Gawellek B., Lyu J., Süssmuth B. Geo-politics and the Impact of China's Outward Investment on Developing Countries: Evidence from the Great Recession // Emerging Markets Review. 2021. Vol. 48. P. 100815.

Gholipour H. F. The Effects of Economic Policy and Political Uncertainties on Economic Activities // Research in International Business and Finance. 2019. Vol. 48. P. 210–218.

Grossman E., Rothwell P. S. Aspects of the Periodontal Condition of Temporomandibular Joint Pain Dysfunction Patients // Journal of Dentistry. 1982. Vol. 10. Iss. 2. P. 107–112.

Harford J. Corporate Cash Reserves and Acquisitions // Journal of Finance. 1999. Vol. 54. Iss. 6. P. 1969–1997.

Hoang D. P., Chu L. K., To T. T. How do Economic Policy Uncertainty, Geopolitical Risk, and Natural Resources Rents Affect Economic Complexity? Evidence from Advanced and Emerging Market Economies // Resources Policy. 2023. Vol. 85. P. 103856.

Hu S., Gong D. Economic Policy Uncertainty, Prudential Regulation and Bank Lending // Finance Research Letters. 2019. Vol. 29. P. 373–378.

Huynh J. Banking Uncertainty and Corporate Financial Constraints // International Journal of Finance Economics. 2024.

Islam M. M., Shahbaz M., Samargandi N. The Nexus between Russian Uranium Exports and US Nuclear-energy Consumption: Do the Spillover Effects of Geopolitical Risks Matter? // Energy. 2024. Vol. 293. P. 130481.

Jens C. E. Political Uncertainty and Investment: Causal Evidence *from U. S.* Gubernatorial Elections // Journal of Financial Economics. 2017. Vol. 124. Iss. 3. P. 563–579.

Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // The American Economic Review. 1986. Vol. 76. Iss. 2. P. 323–329.

Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3. Iss. 4. P. 305–360.

Jia S., Yang L., Zhou F. Geopolitical Risk and Corporate Innovation: Evidence from China // Journal of Multinational Financial Management. 2022. Vol. 66. P. 100772.

Khaw K. L. H., Zainudin R., Rashid R. M. Cost of Debt Financing: Does Political Connection Matter? // Emerging Markets Review. 2019. Vol. 41. P. 100632.

Khoo J., Cheung A., Wai K. Does Geopolitical Uncertainty Affect Corporate Financing? Evidence from MIDAS Regression // Global Finance Journal. 2021. Vol. 47. P. 100519.

Khraiche M., Boudreau J. W., Chowdhury M. S. R. Geopolitical Risk and Stock Market Development // Journal of International Financial Markets, Institutions and Money. 2023. Vol. 88. P. 101847.

Klayme T., Gokmenoglu K. K., Rustamov B. Economic Policy Uncertainty, COVID-19 and Corporate Investment: Evidence from the Gold Mining Industry // Resources Policy. 2023. Vol. 85. P. 103787.

Kong Q., Li R., Wang Z., Peng D. Economic Policy Uncertainty and Firm Investment Decisions: Dilemma or Opportunity? // International Review of Financial Analysis. 2022. Vol. 83. P. 102301.

Le A. T., Tran T. P. Does Geopolitical Risk Matter for Corporate Investment? Evidence from Emerging Countries in Asia // Journal of Multinational Financial Management. 2021. Vol. 62. P. 100703.

Liu K., Fu Q., Ma Q., Ren X. Does Geopolitical Risk Affect Exports? Evidence from China // Economic Analysis and Policy. 2024. Vol. 81. P. 1558–1569.

Nguyen Huu T., Örsal D. K. Geopolitical Risks and Financial Stress in Emerging Economies // The World Economy. 2023.

Owjimehr S., Emami Meybodi M., Jamshidi N. Can Geopolitical Risk Improve Energy Efficiency in European Countries? // Energy Strategy Reviews. 2023. Vol. 49. P. 101145.

Qingbin M., Qian S. The Impact of Macroeconomic Policy Uncertainty on Enterprises' R&D: Theoretical Analysis and Empirical Study // The Journal of World Economy. 2017. Iss. 9. P. 75–98.

Richardson S. Over-investment of Free Cash Flow // Review of Accounting Studies. 2006. Vol. 11. Iss. 2–3. P. 159–189.

Rumokoy L. J., Omura A., Roca E. Geopolitical Risk and Corporate Investment in the Metals and Mining Industry: Evidence from Australia // Pacific-Basin Finance Journal. 2023. Vol. 79. P. 101991.

Sandra S., Kim S. S. The Impact of Geopolitical Risk, State Ownership, and Group Affiliations on Indonesian Firms' Cash Reserves // Jurnal Keuangan Dan Perbankan. 2022. Vol. 26. Iss. 1. P. 1–25.

Shams R., Sohag K., Islam M. M., Vrontis D., Kotabe M., Kumar V. B2B Marketing for Industrial Value Addition: How do Geopolitical Tension and Economic Policy Uncertainty Affect Sustainable Development? // Industrial Marketing Management. 2024. Vol. 117. P. 253–274.

Sharma P., Cheng L. T. W., Leung T. Y. Impact of Political Connections on Chinese Export Firms' performance — Lessons for Other Emerging Markets // Journal of Business Research. 2020. Vol. 106. P. 24–34.

Shen H., Liang Y., Li H., Liu J., Lu G. Does Geopolitical Risk Promote Mergers and Acquisitions of Listed Companies in Energy and Electric Power Industries // Energy Economics. 2021. Vol. 95. P. 105115.

Wang G., Gu X., Shen X., Uktamov K. F., Ageli M. M. A Dual Risk Perspective of China's Resources Market: Geopolitical Risk and Political Risk // Resources Policy. 2023. Vol. 82. P. 103528.

Wang X., Wang M., Wu H. Geopolitical Risk and Corporate Cash Holdings in China: Precautionary Motive and Agency Problem Perspectives // International Review of Financial Analysis. 2024. Vol. 93. P. 103235.

Zhou B., Huang Y., Gao K., Luo C. How Geopolitical Risk and Economic Policy Uncertainty Impact Coal, Natural Gas, and Oil Rent? Evidence from China // Resources Policy. 2024. Vol. 88. P. 104393.

Refences

Ahir H., Bloom N., Furceri D. The World Uncertainty Index. *SSRN Electronic Journal*, 2018.

Akron S., Demir E., Díez-Esteban J. M., García-Gómez C. D. How does uncertainty affect corporate investment inefficiency? Evidence from Europe. *Research in International Business and Finance*, 2022, vol. 62, pp. 101752.

Almeida e Brito J. G., John K. Leverage and Growth Opportunities: Risk-Avoidance Induced by Risky Debt. *SSRN Electronic Journal*, 2005.

Aslam F., Slim S., Osman M., Tabche I. The footprints of Russia–Ukraine war on the intraday (in)efficiency of energy markets: a multifractal analysis. *Journal of Risk Finance*, 2023, vol. 24, iss. 1, pp. 89–104.

Baker S. R., Bloom N., Davis S. J. Measuring Economic Policy Uncertainty. *The Quarterly Journal of Economics*, 2016, vol. 131, iss. 4, pp. 1593–1636.

Benlemlih M., Bitar M. Corporate Social Responsibility and Investment Efficiency. *Journal of Business Ethics*, 2018, vol. 148, iss. 3, pp. 647–671.

Bevilacqua M., Morelli D., Uzan P. S. R. Asymmetric implied market volatility and terrorist attacks. *International Review of Financial Analysis*, 2020, vol. 67, pp. 101417.

Biddle G. C., Hilary G., Verdi R. S. How does financial reporting quality relate to investment efficiency? *Journal of Accounting and Economics*, 2009, vol. 48, iss. 2–3, pp. 112–131.

Caldara D., Iacoviell M. Measuring Geopolitical Risk. *American Economic Review*, 2022, vol. 112, iss. 4, pp. 1194–1225.

Chen Y., Jermias J. Business strategy, executive compensation and firm performance. *Accounting and Finance*, 2014, vol. 54, iss. 1, pp. 113–134.

Cuculiza C., Antoniou C., Kumar A., Maligkris A. Terrorist Attacks, Analyst Sentiment, and Earnings Forecasts. *Management Science*, 2020, vol. 67, iss. 4, pp. 2579–2608.

Dai L., Ngo P. Political Uncertainty and Accounting Conservatism. *European Accounting Review*, 2021, vol. 30, iss. 2, pp. 277–307.

Downie C. Geopolitical leverage in the energy transition: A framework for analysis and the case of Australian electricity exports. *Energy Research Social Science*, 2022, vol. 93, pp. 102826.

Gawellek B., Lyu J., Süssmuth B. Geo-politics and the impact of China's outward investment on developing countries: evidence from the Great Recession. *Emerging Markets Review*, 2021, vol. 48, pp. 100815.

Gholipour H. F. The effects of economic policy and political uncertainties on economic activities. *Research in International Business and Finance*, 2019, vol. 48, pp. 210–218.

Grossman E., Rothwell P. S. Aspects of the periodontal condition of temporomandibular joint pain dysfunction patients. *Journal of Dentistry*, 1982, vol. 10, iss. 2, pp. 107–112.

Harford J. Corporate cash reserves and acquisitions. *Journal of Finance*, 1999, vol. 54, iss. 6, pp. 1969–1997.

Hoang D. P., Chu L. K., To T. T. How do economic policy uncertainty, geopolitical risk, and natural resources rents affect economic complexity? Evidence from advanced and emerging market economies. *Resources Policy*, 2023, vol. 85, pp. 103856.

Hu S., Gong D. Economic policy uncertainty, prudential regulation and bank lending. *Finance Research Letters*, 2019, vol. 29, pp. 373–378.

Huynh J. Banking uncertainty and corporate financial constraints. *International Journal of Finance Economics,* 2024.

Islam M. M., Shahbaz M., Samargandi N. The nexus between Russian uranium exports and US nuclear-energy consumption: Do the spillover effects of geopolitical risks matter? *Energy*, 2024, vol. 293, pp. 130481.

Jens C. E. Political uncertainty and investment: Causal evidence from U. S. gubernatorial elections. *Journal of Financial Economics*, 2017, vol. 124, iss. 3, pp. 563–579.

Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*, 1986, vol. 76, iss. 2, pp. 323–329.

Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 1976, vol. 3, iss. 4, pp. 305–360.

Jia S., Yang L., Zhou F. Geopolitical risk and corporate innovation: Evidence from China. *Journal of Multinational Financial Management*, 2022, vol. 66, pp. 100772.

Khaw K. L. H., Zainudin R., Rashid R. M. Cost of debt financing: Does political connection matter? *Emerging Markets Review*, 2019, vol. 41, pp. 100632.

Khoo J., Cheung A., Wai K. Does geopolitical uncertainty affect corporate financing? Evidence from MIDAS regression. *Global Finance Journal*, 2021, vol. 47, pp. 100519.

Khraiche M., Boudreau J. W., Chowdhury M. S. R. Geopolitical risk and stock market development. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 2023, vol. 88, pp. 101847.

Klayme T., Gokmenoglu K. K., Rustamov B. Economic policy uncertainty, COVID-19 and corporate investment: Evidence from the gold mining industry. *Resources Policy*, 2023, vol. 85, pp. 103787.

Kong Q., Li R., Wang Z., Peng D. Economic policy uncertainty and firm investment decisions: Dilemma or opportunity? *International Review of Financial Analysis*, 2022, vol. 83, pp. 102301.

Le A. T., Tran T. P. Does geopolitical risk matter for corporate investment? Evidence from emerging countries in Asia. *Journal of Multinational Financial Management*, 2021, vol. 62, pp. 100703.

Liu K., Fu Q., Ma Q., Ren X. Does geopolitical risk affect exports? Evidence from China. *Economic Analysis and Policy*, 2024, vol. 81, pp. 1558–1569.

Nguyen Huu T., Örsal D. K. Geopolitical risks and financial stress in emerging economies. *The World Economy,* 2023.

Owjimehr S., Emami Meybodi M., Jamshidi N. Can geopolitical risk improve energy efficiency in European countries? *Energy Strategy Reviews*, 2023, vol. 49, pp. 101145.

Qingbin M., Qian S. The Impact of Macroeconomic Policy Uncertainty on Enterprises' R&D: Theoretical Analysis and Empirical Study. *The Journal of World Economy*, 2017, iss. 9, pp. 75–98.

Richardson S. Over-investment of free cash flow. *Review of Accounting Studies*, 2006, vol. 11, iss. 2–3, pp. 159–189.

Rumokoy L. J., Omura A., Roca E. Geopolitical risk and corporate investment in the metals and mining industry: Evidence from Australia. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2023, vol. 79, pp. 101991.

Sandra S., Kim S. S. The Impact of Geopolitical Risk, State Ownership, and Group Affiliations on Indonesian Firms' Cash Reserves. *Jurnal Keuangan Dan Perbankan*, 2022, vol. 26, iss. 1, pp. 1–25.

Shams R., Sohag K., Islam M. M., Vrontis D., Kotabe M., Kumar V. B2B marketing for industrial value addition: How do geopolitical tension and economic policy uncertainty affect sustainable development? *Industrial Marketing Management*, 2024, vol. 117, pp. 253–274.

Sharma P., Cheng L. T. W., Leung T. Y. Impact of political connections on Chinese export firms' performance — Lessons for other emerging markets. *Journal of Business Research*, 2020, vol. 106, pp. 24–34.

Shen H., Liang Y., Li H., Liu J., Lu G. Does geopolitical risk promote mergers and acquisitions of listed companies in energy and electric power industries. *Energy Economics*, 2021, vol. 95, pp. 105115.

Wang G., Gu X., Shen X., Uktamov K. F., Ageli M. M. A dual risk perspective of China's resources market: Geopolitical risk and political risk. *Resources Policy*, 2023, vol. 82, pp. 103528.

Wang X., Wang M., Wu H. Geopolitical risk and corporate cash Holdings in China: Precautionary motive and agency problem perspectives. *International Review of Financial Analysis*, 2024, vol. 93, pp. 103235.

Zhou B., Huang Y., Gao K., Luo C. How geopolitical risk and economic policy uncertainty impact coal, natural gas, and oil rent? Evidence from China. *Resources Policy*, 2024, vol. 88, pp. 104393.

Статья поступила в редакцию 10 мая 2024 г.
Статья рекомендована в печать 18 июня 2024 г.