



Управление денежными авуарами, организационный капитал и ликвидность акций в фокусе предупредительного мотива для снижения рисков

С.И. Луценко^{1,2}¹ Институт экономических стратегий ООН РАН (Москва, Россия)² Государственная Дума Федерального собрания РФ (Москва, Россия)

Аннотация

В статье рассматривается комплексное влияние качества корпоративного управления, ликвидности акций и рентабельности (прибыльности) активов на денежные авуары в условиях финансовых ограничений. Эффективное управление компанией является индикатором для будущих инвесторов. Повышение качества финансовой информации не только способствует укреплению доверия потенциальных инвесторов, но и позволяет менеджменту получить полную картину о хозяйственной деятельности компании для последующего принятия взвешенных решений. Финансовое положение субъекта хозяйственной деятельности и его инвестиционные перспективы во многом связаны с качеством управления. Организационный капитал является прокси-переменной качества корпоративного управления. Менеджмент имеет прямой контроль над операционными издержками, что позволяет ему эффективно управлять изменениями в компании. Ужесточение денежно-кредитной политики государства не только способствует удорожанию кредитных средств, но девальвирует доходы и деактивирует инвестиционную деятельность российских публичных компаний. Высокое значение ключевой ставки Банка России приводит к резкому дефициту инвестиций в отрасли и удлиняет инвестиционный горизонт проектов. Российские публичные компании будут отказываться от привлекательных инвестиционных проектов. В условиях ограничений доступа к долговому финансированию российские организации будут действовать в контексте предупредительного мотива, то есть сохраняя (сберегая) часть денежных средств для последующего финансирования своей хозяйственной деятельности и корректировки структуры капитала. Показатель ликвидности акций является маяком при анализе и оценке доходности акций со стороны инвесторов. Составление отчетности по международным стандартам обеспечивает необходимой информацией для принятия решений не только руководство, но и инвесторов, направляя им сигнал, в условиях негативных факторов (внешних санкций) влияющий в конечном счете на цену акций.

Ключевые слова: корпоративное управление, рентабельность (прибыльность) активов, международные стандарты финансовой отчетности

Для цитирования:

Луценко С.И. (2025). Управление денежными авуарами, организационный капитал и ликвидность акций в фокусе предупредительного мотива для снижения рисков. *Стратегические решения и риск-менеджмент*, 16(4): 342–349. DOI: 10.17747/2618-947X-2025-4-342-349.

Благодарности

Автор выражает благодарность А.В. Трачуку, Н.В. Линдер и А.М. Владыкиной за помощь в публикации статьи.

Cash Holdings Management, Organizational Capital, and Stock Liquidity: The Precautionary Motive for Risk Mitigation

S.I. Lutsenko^{1,2}¹ Institute for Economic Strategies of the Social Sciences Division of the RAS (Moscow, Russia)² The State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation (Moscow, Russia)

Abstract

The author examines the combined effects of corporate governance quality, stock liquidity, and asset profitability under conditions of financial constraints. Effective company management serves as an important signal for potential investors. Improving the quality of financial information not only enhances investor trust but also enables management to obtain a comprehensive view of the firm's business activities, thereby supporting informed decision-making. The financial position of a business entity and its investment prospects are largely determined by the quality of management. Organizational capital is used as a proxy variable for corporate governance quality. Management exercises direct control over operational costs, which allows it to effectively manage changes within the firm. Tightening monetary policy not only increases the cost of borrowing but also reduces real incomes and suppresses the investment activity of Russian public companies. A high key interest rate set by the Bank of Russia leads to a sharp decline in industrial investment and extends project investment horizons. As a result, these companies are likely to forgo economically attractive investment projects. Under these conditions, they are likely to behave in line with the precautionary

motive by retaining a portion of their funds to finance their business activities and adjust their capital structure amid limited access to debt financing. Stock liquidity serves as an important reference point in investors' analysis and evaluation of stock returns. The preparation of financial reporting in accordance with international standards provides the necessary information for decision-making not only for management but also for investors, thereby sending them a signal that, under adverse conditions (external sanctions), ultimately affects the share prices.

Keywords: corporate governance, asset profitability, international accounting standards

For citation:

Lutsenko S.I. (2025). Cash Holdings Management, Organizational Capital, and Stock Liquidity: The Precautionary Motive for Risk Mitigation. *Strategic Decisions and Risk Management*, 16(4): 342-349. DOI: 10.17747/2618-947X-2025-4-342-349. (In Russ.)

Acknowledgements

The author expresses his gratitude to A.V. Trachuk, N.V. Linder, and A.M. Vladykina for their assistance with the publication of the article.

现金资产管理、组织资本与股票流动性为防止与降低风险

S.I. Lutsenko^{1, 2}

¹ 俄罗斯科学院社会科学部经济战略研究所 (俄罗斯莫斯科)

² 俄罗斯联邦会议国家杜马 (俄罗斯莫斯科)

摘要

本文探讨了在财务约束条件下，公司治理质量、股票流动性和资产收益率对现金持有的综合影响。有效的公司治理是未来投资者的重要参考指标。提高财务信息质量不仅有助于增强潜在投资者的信任，还能使管理层全面了解公司的经营状况，从而做出更明智的决策。企业的财务状况和投资前景在很大程度上与管理质量相关。组织资本是公司治理质量的代理变量。管理层对运营成本拥有直接控制权，这使其能够有效推动公司变革。国家货币政策的收紧不仅导致信贷成本上升，还会侵蚀俄罗斯上市公司的收益并抑制其投资活动。俄罗斯中央银行的高关键利率导致行业投资严重短缺，并延长了项目的投资周期，使得俄罗斯上市公司可能被迫放弃有吸引力的投资项目。在债务融资渠道受限的情况下，俄罗斯企业将基于预防性动机采取行动，即保留部分现金以备后续经营活动和资本结构调整之需。股票流动性指标是投资者分析和评估股票收益的重要风向标。按国际标准编制财务报表不仅为管理层提供了必要的决策信息，也向投资者传递了关键信号。在外部制裁等负面因素影响下，这些信号最终将反映在股价变动中。

关键词: 公司治理、资产收益率、财务报告国际准则。

供引用:

Lutsenko S.I. (2025). 现金资产管理、组织资本与股票流动性为防止与降低风险. *战略决策和风险管理*, 16(4): 342–349. DOI: 10.17747/2618-947X-2025-4-342-349. (俄文)

感谢

作者对 A.V.Trachuk、N.V.Linder、A.M.Vladykina 为文章发表提供的帮助表示感谢。

При оценке хозяйственной деятельности компании помимо учета рентабельности (прибыльности) активов важное значение имеет показатель качества корпоративного управления, то есть контроля менеджмента над операционными затратами, что позволяет ему учитывать комплексное изменение стратегии развития бизнеса организации.

Ряд авторов в своих работах отмечают, что основным источником информации о компании для инвесторов являются данные о ее прибыльности [Liu et al., 2002; Francis et al., 2003; 2004]. Другие исследователи подробно изучают, как инвесторы реагируют на прибыль (то есть информацию о прибыли), для последующей оценки качества финансовой отчетности [Ball, Brown, 1968; Aboody et al., 2002; Venter et al., 2014; Varth et al., 2023]. Однако большинство исследований фокусируется только на показателях прибыли для последующего принятия решения в отношении стратегии развития бизнеса [Dechow et al., 2010].

На самом деле потенциальным инвесторам необходимо понимать актуальность и достоверность показателей хозяй-

ственной деятельности, отраженных в консолидированной финансовой отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО).

Поскольку отчетность по международным стандартам отражает полную картину в отношении финансовых показателей и содержит и управленческую отчетность, она предоставляет возможность принимать инвестиционные бизнес-решения, ориентированные на инвесторов и акционеров.

Международная отчетность базируется на концепции контроля над активами, и то, что по правилам российской отчетности учитывается на забалансовых счетах (например, арендованный объект), в международной отчетности учитывается как актив арендатора; в международной отчетности отчетный период сравнивается с аналогичными предыдущими периодами, то есть исследуется динамика деятельности; отчетность включает в себя нефинансовую информацию «отчет менеджмента и анализ», данные о консолидации капитала (участие в корпорациях и зависимых предприятиях)

и т. п. Другими словами, отчетность по МСФО обеспечивает пользователей информацией, необходимой в рыночных условиях¹.

Улучшение качества финансовой информации способствует повышению прозрачности сведений об экономическом положении компании для потенциальных инвесторов, а кроме того, позволяет управленческому звену получить полное представление об условиях хозяйственной деятельности организации, в том числе в целях принятия управленческих решений².

Необходимо отметить, что размещение и обращение ценных бумаг (в частности, акций) на фондовой бирже способствует не только увеличению рыночной капитализации, но и удовлетворению ожиданий инвесторов в отношении прозрачности сведений, отраженных в МСФО³.

В представленном исследовании автор рассматривает влияние организационного капитала (прокси-переменной качества корпоративного управления), ликвидности акций и рентабельности (прибыльности) активов на денежные авуары.

Необходимо отметить, что источником добавленной стоимости наряду с технологиями является организационный капитал, то есть способность менеджмента компании принимать управленческие решения и организовывать денежные потоки и управлять операционными расходами, а также выстраивать технологические цепочки с использованием информационных технологий и ресурсов организации. Поскольку руководство компании имеет прямой контроль над операционными расходами, позитивные или негативные тренды в изменении этого показателя отражают качество решений менеджмента в организации.

Качество управления находит свое отражение во всех сферах деятельности коммерческой организации. Текущее состояние компании и перспективы ее развития во многом предопределены качеством управления. В частности, менеджмент компании оказывает влияние на размер чистых активов и в определенной степени – на финансовое состояние и рентабельность компании.

Более того, руководству компании необходимо учитывать не только экономические риски, но и риски, связанные с изменением денежно-кредитной политики государства и санкциями, введенными иностранными государствами против российских компаний, которые негативно влияют на производственный процесс и возможность исполнять свои обязательства перед кредиторами.

В феврале 2022 года страны Запада начали вводить пакеты санкций против Российской Федерации. Первые рестрикции были введены сразу после признания Россией независимости Донецкой и Луганской народных республик 21 февраля 2022 года. После объявления о начале специальной военной операции по демилитаризации и денацификации Украины Запад усилил санкционное давление.

Под западные рестрикции попали крупные российские компании, такие как «Роснефть», «Газпром», «Ростелеком»⁴. Эти публичные компании входят в выборку представленного исследования.

Стоимость акций, а также их ликвидность для потенциальных инвесторов определяется рыночной стоимостью активов и рентабельностью (прибыльностью) от их использования в хозяйственной деятельности⁵.

Кроме того, прибыль создает основу для финансовой устойчивости предприятия, обеспечивает его платежеспособность, а также дает возможность проводить самостоятельную финансовую политику и контролировать темпы развития субъекта хозяйственной деятельности⁶.

Отдельно хотелось бы обратить внимание на влияние денежно-кредитной политики государства в лице Банка России на хозяйственную деятельность компании.

Ужесточение Банком России денежно-кредитной политики путем повышения ключевой ставки способствует не только удорожанию кредитных ресурсов, но и обесцениванию доходов компании, поскольку раскручивается инфляционная спираль. Одним из ключевых факторов снижения величины финансового результата является такой внешний элемент, как высокое значение ключевой ставки Банка России, что порождает дефицит инвестиций в отрасли и удлиняет срок окупаемости проектов⁷.

Другими словами, удорожание кредитных средств существенно ограничивает инвестиционную активность и девальвирует финансовый результат субъекта хозяйственной деятельности.

Среднее значение отраслевой рентабельности активов в несколько раз ниже величины ключевой ставки Банка России. В частности, среднее значение рентабельности активов российской публичной компании составляет 8,7%, а значение процентной ставки в 2024 году – 21% (период выборки – 2020–2024 годы). В качестве примера приведены среднее значение рентабельности и крайнее значение ключевой ставки в 2024 году (периода, входящего в выборку).

Российские публичные компании вынуждены хранить часть денежных авуаров в качестве резерва для предотвращения потерь из-за сложностей, связанных с доступом к рынку долгового капитала, действуя в тренде предупредительного мотива (the precautionary motive).

Ряд предыдущих исследований подтвердил наличие предупредительного или сберегающего мотива при хранении денежных средств [Opler et al., 1999; Duchin, 2010; Harford et al., 2014; Cunha et al., 2020; Hong, Liu, 2023].

Другие авторы отмечали, что влияние прозрачности прибыли на денежные авуары сильнее в компаниях с более высокими темпами роста, поскольку быстрорастущие фирмы, как правило, хранят больше денежных средств на случай возникновения финансовых трудностей [Bates et al., 2009].

¹ Решение Арбитражного суда Московской области от 24.11.2008 по делу № А41-1899/08. clck.ru/3QnQGd.

² Постановление Второго арбитражного апелляционного суда от 31.01.2008 по делу № А82-4718/2007-27. clck.ru/3QnQar.

³ Постановление Пятнадцатого арбитражного апелляционного суда от 05.10.2015 по делу № А32-19330/2013. clck.ru/3QnQsj.

⁴ Постановление Арбитражного суда Московского округа от 19.08.2025 по делу № А40-247167/2022. clck.ru/3QnR6e.

⁵ Определение Верховного суда Российской Федерации от 08.07.2024 № 308-ЭС24-2859. clck.ru/3QnREm.

⁶ Постановление Двадцатого арбитражного апелляционного суда от 19.06.2025 по делу № А62-12088/2023. clck.ru/3QnRTz.

⁷ Постановление Тринадцатого арбитражного апелляционного суда от 14.10.2025 № 13АП-16003/2025. clck.ru/3QnReb.

В некоторых исследованиях отмечается, что сбережения денежных средств на случай непредвиденных обстоятельств являются более ценными, поскольку они с большей вероятностью будут использованы для финансирования прибыльных проектов [Faulkender, Wang, 2006; Pinkowitz, Williamson, 2007; Denis, Sibilkov, 2010; Liu, Wang, 2024]. Эти результаты свидетельствуют о том, что фирмы при более низкой прозрачности прибыли сохраняют больше денежных средств для осторожного их использования.

На самом деле финансовые ограничения являются важными причинами, по которым компании хранят денежные средства, следуя логике предупредительного мотива, чтобы избежать неблагоприятных изменений в будущем [Keynes, 1936].

В реальном мире финансовые трудности увеличивают затраты на внешнее финансирование, что побуждает компании накапливать средства, чтобы избежать привлечения дорогостоящего внешнего финансирования. Однако при наличии финансовых трудностей чувствительность к уровню инвестиций снижается, что указывает на неполную реализацию инвестиционных возможностей [Hennessy et al., 2007]. Это означает, что в компаниях, имеющих больше возможностей для роста, из-за финансовых трудностей будут упущены более ценные инвестиционные возможности.

В свою очередь, быстрорастущие фирмы, как правило, располагают большими запасами денежных средств, чем их конкуренты, для финансирования возможностей роста [Kim et al., 1998; Opler et al., 1999].

Необходимо отметить, что денежные средства на случай непредвиденных обстоятельств ценятся дороже в фирмах с финансовыми ограничениями [Faulkender, Wang, 2006; Pinkowitz, Williamson, 2007; Denis, Sibilkov, 2010] и большим риском рефинансирования [Harford et al., 2014].

В отличие от предыдущих исследований, в настоящем расширен его фокус и включены не только показатели роста (Q Тобина), инвестиций, финансовый леверидж, рентабельность (прибыльность) активов, величина компании, но и показатели организационного капитала (прокси-переменная качества корпоративного управления) и ликвидности акций для определения комплексного влияния на денежные авуары в фокусе предупредительного мотива.

Была проведена выборка из числа публичных российских компаний за период 2019–2024 годов. Цель выборки – исследование комплексного влияния организационного капитала, ликвидности акций и рентабельности (прибыльности) активов на денежные авуары.

В выборке рассматриваются публичные российские компании из одиннадцати отраслей экономики с консолидированной финансовой отчетностью по стандартам МСФО. Акции субъектов хозяйственной деятельности обращаются на ПАО «Московская биржа». Российские организации представлены следующими отраслями: сельское хозяйство, нефтегазовая отрасль, пищевая и химическая промышленность, черная и цветная металлургия, электроэнергетика, строительство, торговля, транспорт, телекоммуникации.

Наблюдения для каждой компании дифференцированы (для одного периода составляет 2019–2024 годы, для других – 2020–2024 годы). Итоговая выборка – это набор из 25 компаний. Эконометрические расчеты были произведены с помощью статистического пакета Stata.

Зависимой (объясняемой) переменной в регрессионной модели является коэффициент управления денежными авуарами (денежный коэффициент).

Часть независимых (объясняющих) переменных были заимствованы из исследований [Opler et al., 1999; Bates et al., 2009; Liu, Wang, 2024], в частности Q Тобина, величина компании, инвестиции, финансовый леверидж, рентабельность (прибыльность) активов.

Расширяя фокус исследования, в регрессионную модель дополнительно включены организационный капитал и ликвидность акций.

Расчет показателей

Коэффициент управления денежными авуарами (денежный коэффициент – Cash Holdings) = Денежные средства + краткосрочные инвестиции / Активы.

Q Тобина (Q) = Рыночная капитализация / Балансовая стоимость собственного капитала.

Величина компании (Assets) = Натуральный логарифм от величины совокупных активов. Значительную роль в финансовой отчетности компании играют его основные средства, которые влияют на стоимость акций, их привлекательность и ликвидность⁸.

Инвестиции (Invest) = Расходы на создание и приобретение основных средств и нематериальных активов / Активы.

Финансовый леверидж (Lev) = Краткосрочная задолженность + Долгосрочная задолженность / Активы.

Рентабельность (прибыльность) активов (ROA) = Чистая прибыль / Активы. Показатель позволяет оценивать финансовую устойчивость компании.

Организационный капитал (OC) = Административные издержки + финансовые издержки + расходы на страхование + расходы на рекламу + прочие накладные расходы / Активы.

Показатель является прокси-переменной, оценивающий качество корпоративного управления. Организационный капитал оценивает эффективность деятельности менеджмента по снижению операционных расходов компании, поскольку руководство компании имеет непосредственный контроль над операционными издержками, что позволяет ему учитывать качественное изменение бизнеса организации⁹.

Ликвидность акций (Liquidity Stock) = Натуральный логарифм от рыночной капитализации.

Для расчета показателя была использована методика Амихуда [Amihud, 2002].

Показатель ликвидности акций выбран в связи со следующим обстоятельством. Крупная эмиссия акций оказывает меньшее влияние на цену и меньший спред (разницу) между спросом и предложением [Amihud, 2002]. Индекс торговых площадок рассчитывается на основе взвешенной компоненты по рыночной капитализации с включением наиболее ликвидных акций крупнейших и динамично развивающихся

⁸ Постановление Девятого арбитражного апелляционного суда от 12.10.2023 по делу № А40-239027/2016. clck.ru/3QnRuE.

⁹ Приказ Росимущества от 10.03.2016 № 90 «Об утверждении Методических указаний по расчету снижения расходов акционерными обществами, доля государства в уставных капиталах которых составляет более 50 процентов». clck.ru/3QnS6K.

эмитентов, виды экономической деятельности которых относятся к основным секторам экономики. Для того чтобы обращаться на фондовом рынке и быть предметом купли-продажи, акция должна быть ликвидным имуществом (товаром), обладать определенной стоимостью и инвестиционной привлекательностью (доходностью).

Для независимых переменных лаг составляет один год.

В табл. 1 представлена описательная статистика для российских публичных компаний.

На каждый рубль совокупных активов в среднем приходится 11 коп. денежных авуаров. Структура капитала российской публичной компании в среднем состоит из 61% долга и 39% собственного капитала. В среднем на каждый рубль активов приходится 8 коп. инвестируемого капитала, 12 коп. организационного капитала. Среднее значение прибыльности активов составляет 8,7%. Наконец, показатель роста (Q Тобина) в среднем составляет 1,9.

Регрессия, которая позволяет оценить совместное влияние организационного капитала, ликвидности акций и рентабельности активов на управление денежными авуарами российских публичных компаний, можно представить следующим образом:

$$Cash_Holdings_t = a_0 + a_1(Q)_{t-1} + a_2(Assets)_{t-1} + a_3(Invest)_{t-1} + a_4(Lev)_{t-1} + a_5(ROA)_{t-1} + a_6(OC)_{t-1} + a_7(Liquidity_Stock)_{t-1} + \varepsilon_t,$$

где t – период времени для компании, a_0 – постоянный член, $a_1, a_2, a_3, a_4, a_5, a_6, a_7$ – коэффициенты при объясняющих переменных, ε – случайная ошибка.

Для оценки качества прогнозирования модели регрессия была протестирована.

Тест Вальда (критерий Вальда) для проверки гипотезы о незначимости регрессии в целом – гипотезы о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных: $Q, Assets, Invest, Lev, ROA, OC, Liquidity_Stock$.

Критерий Вальда основан на статистике $Wald = qF$, где F – обычная F -статистика для проверки гипотезы, а q – количество линейных ограничений на параметры модели (в данном случае $q = 7$). Статистика критерия Вальда определяется

асимптотическим распределением хи-квадрат с q степенями свободы. Уровень значимости соответствует наблюдаемому значению 4,7 ($Prob > chi2 = 0,000$).

Гипотеза о нулевых значениях коэффициентов при объясняющих переменных отвергается. Результаты позволяют сделать вывод о статистической значимости оценок коэффициентов.

Также был проведен тест на автокорреляцию остатков с применением критерия Дики – Фуллера с константой и трендом. Диагностика установила стационарность временных рядов (уровень значимости (MacKinnon approximate p -value for $z(t)$) для независимых переменных меньше 5% уровня значимости). Тестовая статистика превышает критическое значение на 5-процентном уровне значимости. Таким образом, гипотеза об отсутствии связи между временными рядами отвергается. С высокой долей вероятности можно сказать, что существует долгосрочная связь между объясняющими переменными (в частности, организационным капиталом, ликвидностью акций и прибыльностью активов) и денежными авуарами.

Наконец, был реализован тест на наличие связи между независимыми переменными (мультиколлинеарность – показатель VIF (Variance Inflation Factor)).

В модели присутствует мультиколлинеарность, если значение коэффициента одной из независимых переменных превышает 10 ($VIF > 10$). В нашей регрессионной модели наибольшее значение значительно ниже 10 ($VIF = 6,92$), в среднем значение VIF по всем оцениваемым параметрам составляет 3,11. Мультиколлинеарность в регрессии отсутствует. Гипотеза о мультиколлинеарности отклоняется.

По представленной модели с высокой значимостью оценок можно реализовать качественный прогноз.

Результаты тестов регрессии представлены в табл. 2.

Все независимые переменные, за исключением $Assets$, являются значимыми на 5-процентном уровне значимости.

Ликвидность акций является для потенциального инвестора сигналом в отношении финансового положения компании. Инвестор учитывает нестабильность фондового рынка, а также экономические политические риски. В частности,

Таблица 1
Описательная статистика
Table 1
Summary statistics

Переменная	Среднее	Стандартное отклонение	Минимальное значение	Максимальное значение
Коэффициент управления денежными авуарами (денежный коэффициент)	0,111	0,072	0,01	0,3
Q Тобина	1,893	2,051	0,12	10,8
Величина компании	13,163	1,686	9,4	17,1
Инвестиции	0,083	0,053	0	0,28
Финансовый левверидж	0,611	0,236	0,17	1
Рентабельность активов	8,668	11,284	– 30,6	44,1
Организационный капитал	0,171	0,144	0,02	0,61
Ликвидность акций	12,317	1,793	9,1	15,9

Примечание. Количество наблюдений – 90.

Источник: расчеты автора на основе статистического пакета Stata.

Таблица 2

Регрессия управления денежными авуарами относительно влияния организационного капитала, ликвидности акций и рентабельности (прибыльности) активов

Table 2

Regression analysis of cash holdings management: The impact of organizational capital, stock liquidity, and asset profitability

Независимые переменные	Коэффициент	t-статистика	Уровень значимости t-статистики
Q	0,013	2,84	0,006
Assets	0,018	1,84	0,069
Invest	– 0,445	–3,06	0,003
Lev	– 0,129	–2,98	0,004
ROA	0,002	2,57	0,012
OC	0,121	2,31	0,023
Liquidity_Stock	– 0,029	–2,97	0,004
Константа	0,282	4,14	0,000

Примечание. Количество наблюдений – 90; $R^2 = 28,63\%$; F-статистика = 4,70 [0,000].

Источник: расчеты автора.

жесткая денежно-кредитная политика (несоответствие ключевой ставки и среднего значения рентабельности российской публичной компании) ограничивает инвестиционную активность субъекта хозяйственной деятельности. Другими словами, в условиях финансовых ограничений компания будет стремиться свернуть инвестиционные проекты (отрицательная связь ликвидности акций, инвестиций и показателя денежных авуаров).

Российские публичные компании в контексте предупредительного мотива будут стараться накапливать больше денежных средств для последующего использования внутреннего резерва при расчетах с кредиторами и корректировки структуры капитала (отрицательная связь между финансовым левериджем и денежными авуарами).

Автор соглашается с позицией [Chen, Horstman, 2023] о способности рынка нести в цене акций компании информацию не только о финансовом положении, но и о ее инвестиционном потенциале (положительная связь между Q Тобина и денежным коэффициентом).

Для инвестора большое значение имеет качество корпоративного управления, в частности прозрачность финансово-хозяйственной деятельности, объективности показателей, отраженных в МСФО (положительная связь между организационным капиталом и денежными авуарами).

В то же время автор не согласен с позицией [Liu, Wang, 2024], что прозрачность прибыли, отраженная в МСФО,

отрицательно связана с денежными авуарами. Напротив, действия руководства направлены не только на контроль за уровнем операционных издержек, но и на повышение прибыльности компании. Поэтому инвесторы ожидают, что более качественное и эффективное управление бизнесом будет связано с положительной тенденцией развития компании (положительная связь между организационным капиталом, рентабельностью активов и денежными авуарами).

Менеджмент российской компании направляет сигнал инвесторам (посредством представления МСФО) в условиях негативных факторов (экономической политики государства, внешних санкций) [Луценко, 2020], влияющих на финансовое положение компании, тем самым влияя на цену акций (отрицательная связь между ликвидностью акций, финансовым левериджем и денежным коэффициентом).

Необходимо обратить внимание, что компании с более высоким значением роста располагают большими запасами денежных средств, чем их конкуренты, для финансирования возможностей роста (положительная связь между Q Тобина, рентабельностью активов и денежными авуарами).

Наконец, в условиях финансовых ограничений и дорогостоящего долгового финансирования российские публичные компании будут действовать в фокусе предупредительного мотива (отрицательная связь финансового левериджа, инвестиций и денежных авуаров), создавая определенный денежный резерв и используя свой инвестиционный потенциал для последующего финансирования проектов.

В настоящей работе была предпринята попытка доказательства комплексного влияния организационного капитала, ликвидности акций и рентабельности (прибыльности) активов на управление денежными авуарами в контексте предупредительного мотива. Российские публичные компании в условиях высокой стоимости фондирования будут стремиться использовать внутренний резерв, сберегая часть денежных средств с последующим финансированием инвестиционных проектов. Качественное и эффективное корпоративное управление повышает не только прибыль компании, но и стоимость активов. Инвесторы ожидают, что в финансовой отчетности компании будут отражены объективные положительные экономические показатели. В свою очередь, ликвидность акций является ориентиром и сигналом при анализе доходности инвестиций. Ликвидность акций самостоятельно определяется инвестором при осуществлении инвестиций в виде вложения в ценные бумаги. Поэтому инвестор, который желает получить прибыль, будет учитывать, в частности, ряд следующих факторов: нестабильность фондового рынка, колебание цен, денежно-кредитную политику государства, поскольку специфика оборота акций предполагает получение не только прибыли, но и убытков.

Литература

Луценко С.И. (2020). Влияние менеджмента на долговую корпоративную политику. *Стратегические решения и риск-менеджмент*, 11(3): 316–323.

Aboody D., Hughes J., Liu J. (2002). Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market. *Journal of Accounting Research*, 40: 965–986.

Amihud Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5: 31–56.

- Ball R., Brown P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6: 159–178.
- Barth M., Li K., McClure C. (2023). Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review*, 98: 1–28.
- Bates T., Kahle K., Stulz R. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64: 1985–2021.
- Chen Y., Horstman D. (2023). *Mispricing and firm investment*. Working paper. Mays Business School, Texas A&M University. College Station: 1–64.
- Cunha I., Pollet J., Denis D. (2020). Why do firms hold cash? Evidence from demographic demand shifts. *The Review of Financial Studies*, 33: 4102–4138.
- Dechow P., Ge W., Schrand C. (2010). Understanding earnings quality: A Review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting & Economics*, 50: 344–401.
- Denis D., Sibilkov V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23: 247–269.
- Duchin R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance*, 65: 955–992.
- Faulkender M., Wang R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61: 1957–1990.
- Francis J., Schipper K., Vincent L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20: 121–64.
- Francis J., LaFond R., Olsson P., Schipper K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, 79: 967–1010.
- Harford J., Klasa S., Maxwell W. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69: 975–1012.
- Hennessy C., Levy A., Whited T. (2007). Testing Q Theory with financing frictions. *Journal of Financial Economics*, 83: 691–717.
- Hong L., Liu S. (2023). Geographic diversification and corporate cash holdings. *Journal of Empirical Finance*, 72: 381–409.
- Keynes J. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London, MacMillan: 403.
- Kim C., Mauer D., Sherman A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 33: 335–359.
- Liu C., Wang J. (2024). *Earnings transparency and corporate cash holdings*. Working Paper. Nanjing Audit University, China: 1–48.
- Liu J., Nissim D., Thomas J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40: 135–172.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52: 3–46.
- Pinkowitz L., Williamson R. (2007). What is the market value of a dollar of corporate cash? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19: 74–81.
- Venter E., Emanuel D., Cahan S. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, 50: 1–24.

References

- Lutsenko S.I. (2020). Influence of management on debt corporate policy. *Strategic Decisions and Risk Management*, 11(3): 316-323. (In Russ.)
- Aboody D., Hughes J., Liu J. (2002). Measuring value relevance in a (possibly) inefficient market. *Journal of Accounting Research*, 40: 965-986.
- Amihud Y. (2002). Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects. *Journal of Financial Markets*, 5: 31-56.
- Ball R., Brown P. (1968). An empirical evaluation of accounting income numbers. *Journal of Accounting Research*, 6: 159-178.
- Barth M., Li K., McClure C. (2023). Evolution in value relevance of accounting information. *The Accounting Review*, 98: 1-28.
- Bates T., Kahle K., Stulz R. (2009). Why do US firms hold so much more cash than they used to? *Journal of Finance*, 64: 1985-2021.
- Chen Y., Horstman D. (2023). *Mispricing and firm investment*. Working paper. Mays Business School, Texas A&M University. College Station: 1-64.
- Cunha I., Pollet J., Denis D. (2020). Why do firms hold cash? Evidence from demographic demand shifts. *The Review of Financial Studies*, 33: 4102-4138.
- Dechow P., Ge W., Schrand C. (2010). Understanding earnings quality: A Review of the proxies, their determinants and their consequences. *Journal of Accounting & Economics*, 50: 344-401.
- Denis D., Sibilkov V. (2010). Financial constraints, investment, and the value of cash holdings. *The Review of Financial Studies*, 23: 247-269.
- Duchin R. (2010). Cash holdings and corporate diversification. *Journal of Finance*, 65: 955-992.
- Faulkender M., Wang R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *Journal of Finance*, 61: 1957-1990.

- Francis J., Schipper K., Vincent L. (2003). The relative and incremental explanatory power of earnings and alternative (to earnings) performance measures for returns. *Contemporary Accounting Research*, 20: 121-64.
- Francis J., LaFond R., Olsson P., Schipper K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. *Accounting Review*, 79: 967-1010.
- Harford J., Klasa S., Maxwell W. (2014). Refinancing risk and cash holdings. *Journal of Finance*, 69: 975-1012.
- Hennessy C., Levy A., Whited T. (2007). Testing Q Theory with financing frictions. *Journal of Financial Economics*, 83: 691-717.
- Hong L., Liu S. (2023). Geographic diversification and corporate cash holdings. *Journal of Empirical Finance*, 72: 381-409.
- Keynes J. (1936). *The general theory of employment, interest and money*. London, MacMillan: 403.
- Kim C., Mauer D., Sherman A. (1998). The determinants of corporate liquidity: Theory and evidence. *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 33: 335-359.
- Liu C., Wang J. (2024). *Earnings transparency and corporate cash holdings*. Working Paper. Nanjing Audit University, China: 1-48.
- Liu J., Nissim D., Thomas J. (2002). Equity valuation using multiples. *Journal of Accounting Research*, 40: 135-172.
- Opler T., Pinkowitz L., Stulz R., Williamson R. (1999). The determinants and implications of corporate cash holdings. *Journal of Financial Economics*, 52: 3-46.
- Pinkowitz L., Williamson R. (2007). What is the market value of a dollar of corporate cash? *Journal of Applied Corporate Finance*, 19: 74-81.
- Venter E., Emanuel D., Cahan S. (2014). The value relevance of mandatory non-GAAP earnings. *Abacus*, 50: 1-24.

Информация об авторе

Сергей Иванович Луценко

Директор Центра экономического анализа права и проблем правоприменения Института экономических стратегий Отделения общественных наук Российской академии наук (Москва, Россия); член Экспертного совета Комитета Государственной Думы Федерального собрания РФ по обороне (Москва, Россия). Соавтор документа «Стратегия национальной безопасности Российской Федерации»; соавтор документа «Стратегия развития электросетевого комплекса Российской Федерации»; автор проекта «Контурсы Концепции развития финансового кластера Российской Федерации на долгосрочную перспективу»; соавтор документа «О Концепции государственной миграционной политики Российской Федерации на 2026–2030 годы». ORCID: 0000-0002-0957-5375.

Область научных интересов: корпоративное управление, финансирование компаний, структура капитала, экономический анализ права.

scorp_ante@rambler.ru

About author

Sergey I. Lutsenko

Director of the Center for Economic Analysis of Law and Law Enforcement Issues, Institute for Economic Strategies, Social Sciences Division of the Russian Academy of Sciences (Moscow, Russia); member of the Expert Council of the Defense Committee of the State Duma of the Federal Assembly of the Russian Federation (Moscow, Russia). Co-author of the “National Security Strategy of the Russian Federation;” co-author of the “Development Strategy of the Electric Power Grid Complex of the Russian Federation;” author of the project Contours of the Concept for the Long-Term Development of the Financial Cluster of the Russian Federation; co-author of the “Concept of the State Migration Policy of the Russian Federation for 2026–2030.” ORCID: 0000-0002-0957-5375.

Research interests: corporate governance, corporate finance, capital structure, economic analysis of law.

scorp_ante@rambler.ru

作者信息

Sergey I. Lutsenko

俄罗斯科学院社会科学部经济战略研究所法律和执法问题经济分析中心主任；俄罗斯联邦会议国家杜马国防委员会专家委员会成员（俄罗斯莫斯科）。“俄罗斯联邦国家安全战略”文件的合著者；“俄罗斯联邦电网综合体发展战略”文件的合著者。“俄罗斯联邦金融集群长期发展概念纲要”项目的作者；“关于俄罗斯联邦2026–2030年国家移民政策的概念”文件的合著者。ORCID: 0000-0002-0957-5375。

研究领域：公司治理；公司融资；资本结构；法律的经济分析。

scorp_ante@rambler.ru

Статья поступила в редакцию 11.10.2025; после рецензирования 29.10.2025 принята к публикации 30.10.2025. Автор прочитал и одобрил окончательный вариант рукописи.

The article was submitted on 11.10.2025; revised on 29.10.2025 and accepted for publication on 30.10.2025. The author read and approved the final version of the manuscript.

文章于 11.10.2025 提交给编辑。文章于 29.10.2025 已审稿。之后于 30.10.2025 接受发表。作者已经阅读并批准了手稿的最终版本。