

ISSN 2409-7802    [www.aurora-group.eu](http://www.aurora-group.eu)  
[www.nbpublish.com](http://www.nbpublish.com)

# ФИНАНСЫ И УПРАВЛЕНИЕ



## Выходные данные

Номер подписан в печать: 04-08-2023

Учредитель: Даниленко Василий Иванович, w.danilenko@nbpublish.com

Издатель: ООО <НБ-Медиа>

Главный редактор: Дегтярев Александр Николаевич, доктор экономических наук, кандидат технических наук, Aleks-degt@yandex.ru

ISSN: 2409-7802

Контактная информация:

Выпускающий редактор - Зубкова Светлана Вадимовна

E-mail: info@nbpublish.com

тел.+7 (966) 020-34-36

Почтовый адрес редакции: 115114, г. Москва, Павелецкая набережная, дом 6А, офис 211.

Библиотека журнала по адресу: [http://www.nbpublish.com/library\\_tariffs.php](http://www.nbpublish.com/library_tariffs.php)

## Publisher's imprint

Number of signed prints: 04-08-2023

Founder: Danilenko Vasiliy Ivanovich, w.danilenko@nbpublish.com

Publisher: NB-Media ltd

Main editor: Degtyarev Aleksandr Nikolaevich, doktor ekonomicheskikh nauk, kandidat tekhnicheskikh nauk, Aleks-degt@yandex.ru

ISSN: 2409-7802

Contact:

Managing Editor - Zubkova Svetlana Vadimovna

E-mail: info@nbpublish.com

тел.+7 (966) 020-34-36

Address of the editorial board : 115114, Moscow, Paveletskaya nab., 6A, office 211 .

Library Journal at : [http://en.nbpublish.com/library\\_tariffs.php](http://en.nbpublish.com/library_tariffs.php)

## Редакционный совет

**Сыченко Елена Вячеславовна** – PhD (университет Катании, Италия), доцент кафедры трудового права Санкт-Петербургского государственного университета, 199034, Санкт-Петербург, 22 линия В.О., 7. e.sychenko@mail.ru

**Батьковский Александр Михайлович** – доктор экономических наук, АО Центральный научно-исследовательский институт экономики, систем управления и информации «Электроника», советник генерального директора, 127299, Москва, ул. Космонавта Волкова, 12, [batkovskiy\\_a@instel.ru](mailto:batkovskiy_a@instel.ru)

**Нарутто Светлана Васильевна** – доктор юридических наук, профессор кафедры конституционного и муниципального права Московского государственного юридического университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА), 125993. Москва, ул. Садовая-Кудринская 9, [svetanarutto@yandex.ru](mailto:svetanarutto@yandex.ru)

**Овчаров Антон Олегович** – доктор экономических наук, доцент, Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского, 603950, Нижний Новгород, проспект Гагарина, 23, [anton19742006@yandex.ru](mailto:anton19742006@yandex.ru)

**Наган Винстон Персиваль** - доктор права, профессор права Университета Флориды (школа права имени Левина), директор Института прав человека, мира и развития, профессор антропологии Брейзнуэз Колледжа (Оксфорд), член Королевского общества искусств (Royal Society of the Arts, Лондон), член Комиссии по конституционным вопросам ЮАР (США). Brasenose College, Oxford, OX1, 4AJ. United Kingdom

**Николайчук Ольга Алексеевна** – доктор экономических наук, профессор, Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, профессор Департамента экономической теории, 125993, Москва, ГСП-3, Ленинградский проспект, д. 49, [18111959@mail.ru](mailto:18111959@mail.ru)

**Кравец Игорь Александрович** – доктор юридических наук, профессор, заведующий кафедрой теории истории государства и права, конституционного права Новосибирский национальный исследовательский государственный университет, 630090, Новосибирская обл., г. Новосибирск, ул. Пирогова, 1, [kravigor@gmail.com](mailto:kravigor@gmail.com)

**Демичев Алексей Андреевич** – доктор юридических наук, кандидат исторических наук, профессор, Нижегородская академия МВД РФ, кафедра гражданского права и процесса, 603950, Нижний Новгород, Анкудиновское шоссе, бокс 268, [aadem@bk.ru](mailto:aadem@bk.ru)

**Желинска Элеонора** - доктор права, профессор Варшавского университета. Uniwersytet Warszawski, Krakowskie Przedmiescie 26/28, 00-927 Warszawa.

**Пешкова Христина Вячеславовна** – доктор юридических наук, доцент, заведующая кафедрой гражданского процессуального права Центрального филиала Российского государственного университета правосудия, профессор Воронежского института Федеральной службы исполнения наказаний. 394006, Воронеж, ул. 20-летия Октября 95. e-mail: [peshkova1@yandex.ru](mailto:peshkova1@yandex.ru)

**Ефименко Дмитрий Борисович** – доктор технических наук, доцент кафедры транспортной телематики, Московский автомобильно-дорожный государственный технический университет (МАДИ), декан факультета логистики и общетранспортных проблем, заведующий кафедрой «Правовое и таможенное регулирование на транспорте» МАДИ, 125319. Москва, Ленинградский пр., дом 64, оф. 207л. [ed2002@mail.ru](mailto:ed2002@mail.ru)



**Гомонов Николай Дмитриевич** – доктор юридических наук, профессор, Северо-Западный институт (филиал) Московского гуманитарно-экономического университета, декан юридического факультета, 183052, г. Мурманск, просп. Кольский, 51, [Gomonov.Nikolay@mail.ru](mailto:Gomonov.Nikolay@mail.ru)

**Ефименко Дмитрий Борисович** – доктор технических наук, доцент по кафедре транспортной телематики, Московский автомобильно-дорожный государственный технический университет (МАДИ)», декан факультета логистики и общетранспортных проблем, заведующий кафедрой «Правовое и таможенное регулирование на транспорте» МАДИ, 125319. Москва, Ленинградский пр., 64, оф. 207л. [ed2002@mail.ru](mailto:ed2002@mail.ru)

**Стрыгин Андрей Вадимович** - доктор экономических наук, профессор по кафедре «мировая экономика» МАДИ, профессор факультета логистики и общетранспортных проблем, директор Центра РАС ООН в МАДИ «международная транспортная политика» 125319. Москва, Ленинградский пр., дом 64, оф. 346. : [strygin@inbox.ru](mailto:strygin@inbox.ru)

**Бурда Алексей Григорьевич** – доктор экономических наук, профессор, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования "Кубанский государственный аграрный университет имени И. Т. Трубилина", частное образовательное учреждение высшего образования "Южный институт менеджмента", кафедра: экономической кибернетики, финансов и кредита, 350044, Россия, Краснодарский край, г. Краснодар, ул. Калинина, 13, каб. 209, корпуса экономического факультета

**Черкасов Валерий Николаевич** – доктор экономических наук, кандидат технических наук, первый заместитель главного редактора научно-практического журнала «Информационная безопасность регионов», Саратовский социально-экономический институт (филиал) ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г. В. Плеханова», 410009, Россия, Саратовская область, г. Саратов, ул. Дачная, 30А,

**Артемов Николай Михайлович** - доктор юридических наук, профессор кафедры финансового права Московского государственного юридического университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 123995. Россия, г. Москва, ул. Садовая-Кудринская, 9.

**Баженов Александр Александрович** - кандидат экономических наук, доцент, Генеральный директор ООО "АУДИТ ПРОФЕССИОНАЛ", главный аудитор (единый аудит), уполномоченный эксперт по контролю качества, член СРО "Российский Союз аудиторов" (Ассоциация), консультант по налогам и сборам I категории, член НП "Палата налоговых консультантов", профессиональный бухгалтер, действительный член ИПБ России

**Брызгалин Аркадий Викторович** - кандидат юридических наук, директор ЗАО «Центр «Налоги и финансовое право». 620027. Россия, Свердловская область, г. Екатеринбург, ул. Луначарского, 77.

**Винницкий Данил Владимирович** - доктор юридических наук, профессор, заведующий кафедрой финансового права Уральской государственной юридической академии, член Президиума Международной ассоциации финансового права, Председатель Уральского отделения. 620137. Россия, г. Екатеринбург, ул. Комсомольская, 21.

**Грачева Елена Юрьевна** - доктор юридических наук, профессор, заведующая кафедрой финансового права, первый проректор Московского государственного юридического университета имени О.Е. Кутафина (МГЮА). 123995. Россия, г. Москва, ул. Садовая-Кудринская, 9.

**Ермаков Дмитрий Николаевич** - доктор экономических наук, доктор политических наук, профессор кафедры истории общественных движений и политических партий исторического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова; 119192, г. Москва, Ломоносовский проспект, 27, корп.4ю

**Кашин Владимир Анатольевич** - доктор экономических наук, государственный советник налоговой службы II ранга, первый заместитель генерального директора Государственного научно-исследовательского института развития налоговой системы ФГУП ФНС России. 121351. Россия, г. Москва, Молодогвардейская, д. 32

**Кроткова Наталья Викторовна** - кандидат юридических наук, ведущий научный сотрудник Института государства и права Российской академии наук, заместитель главного редактора журнала "Государство и право" Российской академии наук. 119019, Россия, г. Москва, ул. Знаменка, д. 10

**Лопашенко Наталья Александровна** - доктор юридических наук, профессор, директор Саратовского Центра по исследованию проблем организованной преступности и коррупции; профессор кафедры уголовного и уголовно-исполнительного права Саратовской государственной академии права; эксперт Правового управления Государственной Думы Российской Федерации. 410056. Россия, г. Саратов, Саратовская государственная академия права, ул. Вольская, 1, корпус № 5, комната 716

**Мельникова Надежда Петровна** - кандидат экономических наук, профессор, заместитель заведующей кафедрой «Налоги и налогообложение» Финансового университета при Правительстве Российской Федерации. 125993. Россия, г. Москва, Ленинградский проспект, 49.

**Парыгина Вера Анатольевна** - кандидат юридических наук, профессор кафедры государственно-правовых дисциплин Международной академии предпринимательства; заместитель руководителя, руководитель департамента защиты прав налогоплательщиков адвокатского бюро «ЮСТИНА-ЮГ»; эксперт-консультант National Institute of Public Finance in Atlanta (г. Атланта, США). 121170. Россия, г. Москва, Площадь Победы, 2, строение 2.

**Попонова Наталья Андреевна** - кандидат экономических наук, профессор кафедры налогового контроля и проверок финансово-хозяйственной деятельности Академии экономической безопасности МВД России. 141220. Россия, г. Москва, ул. Кольская, 2.

**Толстомятенко Геннадий Петрович** - доктор юридических наук, профессор, декан международно-правового факультета Московского государственного института международных отношений (Университет) Министерства иностранных дел России. 119454. Россия, г. Москва, проспект Вернадского, 76.

**Тютюрюков Николай Николаевич** - доктор экономических наук, доцент кафедры управления общественным сектором Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации. 119571. Россия, г. Москва, проспект Вернадского, 82.

**Фадеев Дмитрий Евгеньевич** - кандидат юридических наук, заместитель директора Департамента по законодательству Торгово-промышленной палаты Российской Федерации, член Международной ассоциации финансового права. 119571. Россия, г. Москва, проспект Вернадского, 82.

**Редкоус Владимир Михайлович** - доктор юридических наук, профессор, ведущий научный сотрудник сектора административного права и административного процесса ИГП РАН,

профессор кафедры УДПОП ЦКШУ Академии управления МВД России. 119019 Москва, ул. Знаменка, д.10, E-mail: [rwmms@rambler.ru](mailto:rwmms@rambler.ru)

**Ищук Татьяна Леонидовна** - Доктор экономических наук, доцент, профессор кафедры финансов и учета Института экономики и менеджмента Национального исследовательского Томского государственного университета, [tana.itl@mail.ru](mailto:tana.itl@mail.ru)

**Бесчасная Альбина Ахметовна** - доктор социологических наук, Северо-Западный институт управления - филиал Российской академии народного хозяйства и государственной службы при Президенте РФ, Профессор, 190121, Россия, Санкт-Петербург, Средний проспект В.О., д. 57/43 [aabes@inbox.ru](mailto:aabes@inbox.ru)

**Боброва Анна Владимировна** - доктор экономических наук, ФГАОУ ВО Бжно-Уральский государственный университет (Национальный исследовательский университет), профессор, 454090, Россия, Челябинская область, г. Челябинск, площадь МОПРа, 9, кв. 42, [ms.Bobrova\\_AV@mail.ru](mailto:ms.Bobrova_AV@mail.ru)

**Бурда Алексей Григорьевич** - доктор экономических наук, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования «Кубанский государственный аграрный университет имени И.Т. Трубилина», Заведующий кафедрой экономической кибернетики, 350044, Россия, Краснодарский край, г. Краснодар, ул. им. Калинина, 13, корпус 44, кв. 9, [agburda@mail.ru](mailto:agburda@mail.ru)

**Крюков Сергей Владимирович** - доктор экономических наук, ФГАОУ ВО "Южный федеральный университет", профессор экономического факультета, 344013, Россия, Ростовская область, г. Ростов-на-Дону, ул. Пестеля, 43, кв. 1, [svkrukov@sfedu.ru](mailto:svkrukov@sfedu.ru)

**Кузнецов Николай Владимирович** - доктор экономических наук, ФГБОУ ВО "Государственный университет управления", Заведующий кафедрой "Статистика", ФГБОУ ВО "Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации", Директор Центра стратегического прогнозирования и планирования, 107014, Россия, г. Москва, ул. 4-я Сокольническая, 3, кв. 82, [nkuznetsov@outlook.com](mailto:nkuznetsov@outlook.com)

**Мурзин Антон Дмитриевич** - доктор технических наук, Южный федеральный университет, доцент, зам. декана факультета управления, Донской государственный технический университет, доцент, Российский экономический университет им. Г.В. Плеханова, Профессор, 344012, Россия, Ростовская область, г. Ростов-на-Дону, ул. Большая Садовая, 105/42, каб. 216, [admurzin@yandex.ru](mailto:admurzin@yandex.ru)

**Овчаров Антон Олегович** - доктор экономических наук, Федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Национальный исследовательский Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского», профессор кафедры бухгалтерского учета, главный научный сотрудник Центра макро и микроэкономики, 603135, Россия, г. Нижний Новгород, проспект Ленина, 45 корпус 3, кв. 47, [anton19742006@yandex.ru](mailto:anton19742006@yandex.ru)

**Шашкова Анна Владиславовна** - доктор политических наук, Московский государственный институт международных отношений, профессор, 125299, Россия, г. Москва, пр-д Вернадского, 76, ауд. 3024, [a.shashkova@inno.mgimo.ru](mailto:a.shashkova@inno.mgimo.ru)

**Ширинкина Елена Викторовна** - доктор экономических наук, Сургутский государственный

университет, заведующий кафедрой менеджмента и бизнеса, 628412, Россия, г. Сургут, ул. Гагарина, 12, кв. 201, [shirinkina86@yandex.ru](mailto:shirinkina86@yandex.ru)

**Макаров Иван Николаевич** - доктор экономических наук, ФГБОУ ВПО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» Липецкий филиал, профессор, Федеральное государственное бюджетное образовательное учреждение высшего образования "Российская академия народного хозяйства и государственной службы при Президенте Российской Федерации", профессор кафедры "Экономика и финансы", 398055, Россия, Липецкая область, г. Липецк, ул. Полиграфическая, 4, кв. 224, [excellennzz@gmail.com](mailto:excellennzz@gmail.com)



## Editorial collegium

**Sychenko Elena Vyacheslavovna** – PhD (University of Catania, Italy), Associate Professor of the Department of Labor Law of St. Petersburg State University, 199034, St. Petersburg, 22 line V.O., 7. e.sychenko@mail.ru

**Batkovsky Alexander Mikhailovich** – Doctor of Economics, JSC Central Research Institute of Economics, Control Systems and Information "Electronics", Advisor to the General Director, 12 Kosmonavta Volkova str., 127299, Moscow, [batkovskiy\\_a@instel.ru](mailto:batkovskiy_a@instel.ru)

**Narutto Svetlana Vasilyevna** – Doctor of Law, Professor of the Department of Constitutional and Municipal Law of the Kutafin Moscow State Law University (MGUA), 125993. Moscow, Sadovaya-Kudrinskaya str. 9, [svetanarutto@yandex.ru](mailto:svetanarutto@yandex.ru)

**Ovcharov Anton Olegovich** – Doctor of Economics, Associate Professor, National Research Nizhny Novgorod State University named after N.I. Lobachevsky, 603950, Nizhny Novgorod, Gagarin Avenue, 23, [anton19742006@yandex.ru](mailto:anton19742006@yandex.ru)

**Nagan Winston Percival** - Doctor of Law, Professor of Law at the University of Florida (Levin School of Law), Director of the Institute of Human Rights, Peace and Development, Professor of Anthropology at Brasenose College (Oxford), Member of the Royal Society of the Arts (London), member of the Commission on Constitutional Issues of South Africa (USA). Brasenose College, Oxford, OX1, 4AJ. United Kingdom

**Nikolaichuk Olga Alekseevna** – Doctor of Economics, Professor, Financial University under the Government of the Russian Federation, Professor of the Department of Economic Theory, 125993, Moscow, GSP-3, Leningradsky Prospekt, 49, [18111959@mail.ru](mailto:18111959@mail.ru)

**Igor Kravets** – Doctor of Law, Professor, Head of the Department of Theory of the History of State and Law, Constitutional Law Novosibirsk National Research State University, 630090, Novosibirsk Region, Novosibirsk, Pirogova str., 1, [kravigor@gmail.com](mailto:kravigor@gmail.com)

**Demichev Alexey Andreevich** – Doctor of Law, Candidate of Historical Sciences, Professor, Nizhny Novgorod Academy of the Ministry of Internal Affairs of the Russian Federation, Department of Civil Law and Procedure, 603950, Nizhny Novgorod, Ankudinovskoe Highway, box 268, [aadem@bk.ru](mailto:aadem@bk.ru)

**Zelinska Eleonora** is a Doctor of Law, professor at the University of Warsaw. Uniwersytet Warszawski, Krakowskie Przedmiescie 26/28, 00-927 Warszawa.

**Hristina V. Peshkova** – Doctor of Law, Associate Professor, Head of the Department of Civil Procedure Law of the Central Branch of the Russian State University of Justice, Professor of the Voronezh Institute of the Federal Penitentiary Service. 95 20th Anniversary of October str., Voronezh, 394006. e-mail: [peshkova1@yandex.ru](mailto:peshkova1@yandex.ru)

**Efimenko Dmitry Borisovich** – Doctor of Technical Sciences, Associate Professor of the Department of Transport Telematics, Moscow Automobile and Road State Technical University (MADI), Dean of the Faculty of Logistics and General Transport Problems, Head of the Department "Legal and Customs Regulation in Transport" MADI, 125319. Moscow, Leningradsky ave., 64, office 207I. [ed2002@mail.ru](mailto:ed2002@mail.ru)

**Nikolay Dmitrievich Gomonov** – Doctor of Law, Professor, North-Western Institute (branch) Moscow University of Humanities and Economics, Dean of the Faculty of Law, 183052, Murmansk, ave. Kola, 51, [Gomonov\\_Nikolay@mail.ru](mailto:Gomonov_Nikolay@mail.ru)

**Efimenko Dmitry Borisovich** – Doctor of Technical Sciences, Associate Professor at the Department of Transport Telematics, Moscow Automobile and Road State Technical University (MADI), Dean of the Faculty of Logistics and General Transport Problems, Head of the Department "Legal and Customs Regulation in Transport" MADI, 125319. Moscow, Leningradsky ave., 64, office 207I. [ed2002@mail.ru](mailto:ed2002@mail.ru)

**Andrey V. Strygin** - Doctor of Economics, Professor in the Department of "World Economy" MADI, Professor of the Faculty of Logistics and General Transport Problems, Director of the UN RAS Center in MADI "International Transport Policy" 125319. 64 Leningradsky Ave., office Z46, Moscow. : [strygin@inbox.ru](mailto:strygin@inbox.ru)

**Burda Alexey Grigorievich** – Doctor of Economics, Professor, Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education "Kuban State Agrarian University named after I. T. Trubilin", private educational institution of Higher Education "Southern Institute of Management", Department: Economic Cybernetics, Finance and Credit, 350044, Russia, Krasnodar Territory, Krasnodar, Kalinina str., 13, room 209, buildings of the Faculty of Economics

**Cherkasov Valery Nikolaevich** – Doctor of Economics, Candidate of Technical Sciences, First Deputy Editor-in-Chief of the scientific and practical journal "Information Security of Regions", Saratov Socio-Economic Institute (branch) of Plekhanov Russian University of Economics, 410009, Saratov region, Saratov, Dachnaya str., 30A,

**Artemov Nikolay Mikhailovich** - Doctor of Law, Professor of the Department of Financial Law of the Kutafin Moscow State Law University (MGUA). 123995. Russia, Moscow, Sadovaya-Kudrinskaya str., 9.

**Bazhenov Alexander Alexandrovich** - Candidate of Economic Sciences, Associate Professor, General Director of AUDIT PROFESSIONAL LLC, Chief Auditor (unified audit), authorized expert on quality control, member of the SRO "Russian Union of Auditors" (Association), consultant on taxes and fees of the I category, member of the NP "Chamber of Tax Consultants", professional accountant, full member of the IPB of Russia

**Arkady Viktorovich Bryzgalin** - Candidate of Law, Director of the Center for Taxes and Financial Law CJSC. 620027. Russia, Sverdlovsk region, Yekaterinburg, Lunacharsky str., 77.

**Vinnitsky Danil Vladimirovich** - Doctor of Law, Professor, Head of the Department of Financial Law of the Ural State Law Academy, member of the Presidium of the International Association of Financial Law, Chairman of the Ural Branch. 620137. Russia, Yekaterinburg, Komsomolskaya str., 21.

**Elena Gracheva** - Doctor of Law, Professor, Head of the Department of Financial Law, First Vice-Rector of the Kutafin Moscow State Law University (MSLA). 123995. 9 Sadovaya-Kudrinskaya str., Moscow, Russia.

**Ermakov Dmitry Nikolaevich** - Doctor of Economics, Doctor of Political Sciences, Professor of the Department of History of Social Movements and Political Parties, Faculty of History, Lomonosov Moscow State University; 119192, Moscow, Lomonosovsky Prospekt, 27, building 4yu

**Kashin Vladimir Anatolyevich** - Doctor of Economics, State Adviser of the Tax Service of the II rank, First Deputy Director General of the State Research Institute for the Development of the Tax System of the Federal State Unitary Enterprise of the Federal Tax Service of Russia. 121351. Russia, Moscow, Molodogvardeyskaya, 32

**Krotkova Natalia Viktorovna** - Candidate of Law, Leading researcher at the Institute of State and Law of the Russian Academy of Sciences, Deputy Editor-in-Chief of the journal "State and Law" of the Russian Academy of Sciences. 10 Znamenka str., Moscow, 119019, Russia

**Natalia** Lopashenko - Doctor of Law, Professor, Director of the Saratov Center for the Study of Organized Crime and Corruption; Professor of the Department of Criminal and Penal Enforcement Law of the Saratov State Academy of Law; expert of the Legal Department of the State Duma of the Russian Federation. 410056. Russia, Saratov, Saratov State Academy of Law, Volskaya str., 1, building No. 5, room 716

**Nadezhda Petrovna Melnikova** - Candidate of Economic Sciences, Professor, Deputy Head of the Department "Taxes and Taxation" of the Financial University under the Government of the Russian Federation. 125993. Russia, Moscow, Leningradsky Prospekt, 49.

**Vera Anatolyevna Parygina** - Candidate of Law, Professor of the Department of State and Legal Disciplines of the International Academy of Entrepreneurship; Deputy Head, Head of the Department for the Protection of Taxpayers' Rights of the law Firm "JUSTINA-YUG"; expert consultant of the National Institute of Public Finance in Atlanta (Atlanta, USA). 121170. Russia, Moscow, Victory Square, 2, building 2.

**Natalia Poponova** - Candidate of Economic Sciences, Professor of the Department of Tax Control and Inspections of Financial and Economic Activities of the Academy of Economic Security of the Ministry of Internal Affairs of Russia. 141220. Russia, Moscow, Kolskaya str., 2.

**Tolstopiatenko Gennady Petrovich** - Doctor of Law, Professor, Dean of the International Law Faculty of the Moscow State Institute of International Relations (University) Ministry of Foreign Affairs of Russia. 119454. 76 Vernadsky Avenue, Moscow, Russia.

**Tyutyuryukov Nikolay Nikolaevich** - Doctor of Economics, Associate Professor of the Department of Public Sector Management of the Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation. 119571. 82 Vernadsky Avenue, Moscow, Russia.

**Dmitry E. Fadeev** - Candidate of Law, Deputy Director of the Department of Legislation of the Chamber of Commerce and Industry of the Russian Federation, member of the International Association of Financial Law. 119571. 82 Vernadsky Avenue, Moscow, Russia.

**Redkous Vladimir Mikhailovich** - Doctor of Law, Professor, leading researcher of the Sector of Administrative Law and Administrative Process of the IGP RAS, Professor of the Department of UDPOP of the CSHU Academy of Management of the Ministry of Internal Affairs of Russia. 10 Znamenka str., Moscow, 119019, E-mail: [rwmms@rambler.ru](mailto:rwmms@rambler.ru)

**Ishchuk Tatiana Leonidovna** - Doctor of Economics, Associate Professor, Professor of the Department of Finance and Accounting of the Institute of Economics and Management of the National Research Tomsk State University, [tana.itl@mail.ru](mailto:tana.itl@mail.ru)

**Beschasnaya Albina Akhmetovna** - Doctor of Sociological Sciences, North-Western Institute of Management - Branch of the Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation, Professor, 190121, Russia, St. Petersburg, Sredny prospekt V.O., 57/43 [aabes@inbox.ru](mailto:aabes@inbox.ru)

**Bobrova Anna Vladimirovna** - Doctor of Economics, Bzhno-Ural State University (National Research University), Professor, 454090, Russia, Chelyabinsk region, Chelyabinsk, MOPRa

Square, 9, sq. 42, [ms.Bobrova\\_AV@mail.ru](mailto:ms.Bobrova_AV@mail.ru)

**Burda Alexey Grigorievich** - Doctor of Economics, Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education "Kuban State Agrarian University named after I.T. Trubilin", Head of the Department of Economic Cybernetics, 350044, Russia, Krasnodar Krai, Krasnodar, Kalinin str., 13, building 44, sq. 9, [agburda@mail.ru](mailto:agburda@mail.ru)

**Sergey V. Kryukov** - Doctor of Economics, Southern Federal University, Professor of the Faculty of Economics, Rostov-on-Don, 43 Pestel str., sq. 1, 344013, Russia, Rostov Region, Rostov-on-Don, [svkryukov@sfedu.ru](mailto:svkryukov@sfedu.ru)

**Kuznetsov Nikolay Vladimirovich** - Doctor of Economics, State University of Management, Head of the Department of Statistics, Financial University under the Government of the Russian Federation, Director of the Center for Strategic Forecasting and Planning, 107014, Russia, Moscow, 4th Sokolnicheskaya str., 3, sq. 82, [nkuznetsov@outlook.com](mailto:nkuznetsov@outlook.com)

**Anton Dmitrievich Murzin** - Doctor of Technical Sciences, Southern Federal University, Associate Professor, Deputy Dean of the Faculty of Management, Don State Technical University, Associate Professor, Plekhanov Russian University of Economics, Professor, 344012, Russia, Rostov Region, Rostov-on-Don, Bolshaya Sadovaya str., 105/42, office 216, [admurzin@yandex.ru](mailto:admurzin@yandex.ru)

**Ovcharov Anton Olegovich** - Doctor of Economics, Federal State Autonomous Educational Institution of Higher Education "National Research Nizhny Novgorod State University named after N.I. Lobachevsky", Professor of Accounting Department, Chief Researcher of the Center for Macro and Microeconomics, 603135, Russia, Nizhny Novgorod, Lenin Avenue, 45 building 3, sq. 47, [anton19742006@yandex.ru](mailto:anton19742006@yandex.ru)

**Anna Vladislavovna Shashkova** - Doctor of Political Sciences, Moscow State Institute of International Relations, Professor, 76 Vernadsky Ave., Moscow, 125299, Russia, room 3024, [a.shashkova@inno.mgimo.ru](mailto:a.shashkova@inno.mgimo.ru)

**Shirinkina Elena Viktorovna** - Doctor of Economics, Surgut State University, Head of the Department of Management and Business, 628412, Russia, Surgut, Gagarina str., 12, sq. 201, [shirinkina86@yandex.ru](mailto:shirinkina86@yandex.ru)

**Makarov Ivan Nikolaevich** - Doctor of Economics, Financial University under the Government of the Russian Federation Lipetsk Branch, Professor, Federal State Budgetary Educational Institution of Higher Education "Russian Academy of National Economy and Public Administration under the President of the Russian Federation", Professor of the Department of Economics and Finance, 398055, Russia, Lipetsk region, Lipetsk, Polygraphic str., 4, sq. 224, [excellennzz@gmail.com](mailto:excellennzz@gmail.com)

## Требования к статьям

Журнал является научным. Направляемые в издательство статьи должны соответствовать тематике журнала (с его рубрикатором можно ознакомиться на сайте издательства), а также требованиям, предъявляемым к научным публикациям.

Рекомендуемый объем от 12000 знаков.

Структура статьи должна соответствовать жанру научно-исследовательской работы. В ее содержании должны обязательно присутствовать и иметь четкие смысловые разграничения такие разделы, как: предмет исследования, методы исследования, апелляция к оппонентам, выводы и научная новизна.

Не приветствуется, когда исследователь, трактуя в статье те или иные научные термины, вступает в заочную дискуссию с авторами учебников, учебных пособий или словарей, которые в узких рамках подобных изданий не могут широко излагать свое научное воззрение и заранее оказываются в проигрышном положении. Будет лучше, если для научной полемики Вы обратитесь к текстам монографий или диссертационных работ оппонентов.

Не превращайте научную статью в публицистическую: не наполняйте ее цитатами из газет и популярных журналов, ссылками на высказывания по телевидению.

Ссылки на научные источники из Интернета допустимы и должны быть соответствующим образом оформлены.

Редакция отвергает материалы, напоминающие реферат. Автору нужно не только продемонстрировать хорошее знание обсуждаемого вопроса, работ ученых, исследовавших его прежде, но и привнести своей публикацией определенную научную новизну.

Не принимаются к публикации избранные части из диссертаций, книг, монографий, поскольку стиль изложения подобных материалов не соответствует журнальному жанру, а также не принимаются материалы, публиковавшиеся ранее в других изданиях.

В случае отправки статьи одновременно в разные издания автор обязан известить об этом редакцию. Если он не сделал этого заблаговременно, рискует репутацией: в дальнейшем его материалы не будут приниматься к рассмотрению.

Уличенные в плагиате попадают в «черный список» издательства и не могут рассчитывать на публикацию. Информация о подобных фактах передается в другие издательства, в ВАК и по месту работы, учебы автора.

Статьи представляются в электронном виде только через сайт издательства <http://www.e-notabene.ru> кнопка "Авторская зона".

Статьи без полной информации об авторе (соавторах) не принимаются к рассмотрению, поэтому автор при регистрации в авторской зоне должен ввести полную и корректную информацию о себе, а при добавлении статьи - о всех своих соавторах.

Не набирайте название статьи прописными (заглавными) буквами, например: «ИСТОРИЯ КУЛЬТУРЫ...» — неправильно, «История культуры...» — правильно.

При добавлении статьи необходимо прикрепить библиографию (минимум 10–15 источников, чем больше, тем лучше).

При добавлении списка использованной литературы, пожалуйста, придерживайтесь следующих стандартов:

- [ГОСТ 7.1-2003 Библиографическая запись. Библиографическое описание. Общие требования и правила составления.](#)
- [ГОСТ 7.0.5-2008 Библиографическая ссылка. Общие требования и правила составления](#)

В каждой ссылке должен быть указан только один диапазон страниц. В теле статьи ссылка на источник из списка литературы должна быть указана в квадратных скобках, например, [1]. Может быть указана ссылка на источник со страницей, например, [1, с. 57], на группу источников, например, [1, 3], [5-7]. Если идет ссылка на один и тот же источник, то в теле статьи нумерация ссылок должна выглядеть так: [1, с. 35]; [2]; [3]; [1, с. 75-78]; [4]....

А в библиографии они должны отображаться так:

[1]

[2]

[3]

[4]....

Постраничные ссылки и сноски запрещены. Если вы используете сноску, не содержащую ссылку на источник, например, разъяснение термина, включите сноску в текст статьи.

После процедуры регистрации необходимо прикрепить аннотацию на русском языке, которая должна состоять из трех разделов: Предмет исследования; Метод, методология исследования; Новизна исследования, выводы.

Прикрепить 10 ключевых слов.

Прикрепить саму статью.

Требования к оформлению текста:

- Кавычки даются уголками (« ») и только кавычки в кавычках — лапками (" ").
- Тире между датами дается короткое (Ctrl и минус) и без отбивок.
- Тире во всех остальных случаях дается длинное (Ctrl, Alt и минус).
- Даты в скобках даются без г.: (1932–1933).
- Даты в тексте даются так: 1920 г., 1920-е гг., 1540–1550-е гг.
- Недопустимо: 60-е гг., двадцатые годы двадцатого столетия, двадцатые годы XX столетия, 20-е годы XX столетия.
- Века, король такой-то и т.п. даются римскими цифрами: XIX в., Генрих IV.
- Инициалы и сокращения даются с пробелом: т. е., т. д., М. Н. Иванов. Неправильно: М.Н. Иванов, М.Н. Иванов.

**ВСЕ СТАТЬИ ПУБЛИКУЮТСЯ В АВТОРСКОЙ РЕДАКЦИИ.**

**По вопросам публикации и финансовым вопросам** обращайтесь к администратору  
Зубковой Светлане Вадимовне

E-mail: [info@nbpublish.com](mailto:info@nbpublish.com)

или по телефону +7 (966) 020-34-36

**Подробные требования к написанию аннотаций:**

Аннотация в периодическом издании является источником информации о содержании статьи и изложенных в ней результатах исследований.

Аннотация выполняет следующие функции: дает возможность установить основное



содержание документа, определить его релевантность и решить, следует ли обращаться к полному тексту документа; используется в информационных, в том числе автоматизированных, системах для поиска документов и информации.

Аннотация к статье должна быть:

- информативной (не содержать общих слов);
- оригинальной;
- содержательной (отражать основное содержание статьи и результаты исследований);
- структурированной (следовать логике описания результатов в статье);

Аннотация включает следующие аспекты содержания статьи:

- предмет, цель работы;
- метод или методологию проведения работы;
- результаты работы;
- область применения результатов; новизна;
- выводы.

Результаты работы описывают предельно точно и информативно. Приводятся основные теоретические и экспериментальные результаты, фактические данные, обнаруженные взаимосвязи и закономерности. При этом отдается предпочтение новым результатам и данным долгосрочного значения, важным открытиям, выводам, которые опровергают существующие теории, а также данным, которые, по мнению автора, имеют практическое значение.

Выводы могут сопровождаться рекомендациями, оценками, предложениями, гипотезами, описанными в статье.

Сведения, содержащиеся в заглавии статьи, не должны повторяться в тексте аннотации. Следует избегать лишних вводных фраз (например, «автор статьи рассматривает...», «в статье рассматривается...»).

Исторические справки, если они не составляют основное содержание документа, описание ранее опубликованных работ и общеизвестные положения в аннотации не приводятся.

В тексте аннотации следует употреблять синтаксические конструкции, свойственные языку научных и технических документов, избегать сложных грамматических конструкций.

**Гонорары за статьи в научных журналах не начисляются.**

**Цитирование или воспроизведение текста, созданного ChatGPT, в вашей статье**

Если вы использовали ChatGPT или другие инструменты искусственного интеллекта в своем исследовании, опишите, как вы использовали этот инструмент, в разделе «Метод» или в аналогичном разделе вашей статьи. Для обзоров литературы или других видов эссе, ответов или рефератов вы можете описать, как вы использовали этот инструмент, во введении. В своем тексте предоставьте prompt - командный вопрос, который вы использовали, а затем любую часть соответствующего текста, который был создан в ответ.

К сожалению, результаты «чата» ChatGPT не могут быть получены другими читателями, и хотя невозстановимые данные или цитаты в статьях APA Style обычно цитируются как личные сообщения, текст, сгенерированный ChatGPT, не является сообщением от человека.

Таким образом, цитирование текста ChatGPT из сеанса чата больше похоже на совместное использование результатов алгоритма; таким образом, сделайте ссылку на автора алгоритма записи в списке литературы и приведите соответствующую цитату в тексте.

Пример:

На вопрос «Является ли деление правого полушария левого полушария реальным или метафорой?» текст, сгенерированный ChatGPT, показал, что, хотя два полушария мозга в некоторой степени специализированы, «обозначение, что люди могут быть охарактеризованы как «левополушарные» или «правополушарные», считается чрезмерным упрощением и популярным мифом» (OpenAI, 2023).

#### **Ссылка в списке литературы**

OpenAI. (2023). ChatGPT (версия от 14 марта) [большая языковая модель].  
<https://chat.openai.com/chat>

Вы также можете поместить полный текст длинных ответов от ChatGPT в приложение к своей статье или в дополнительные онлайн-материалы, чтобы читатели имели доступ к точному тексту, который был сгенерирован. Особенно важно задокументировать точный созданный текст, потому что ChatGPT будет генерировать уникальный ответ в каждом сеансе чата, даже если будет предоставлен один и тот же командный вопрос. Если вы создаете приложения или дополнительные материалы, помните, что каждое из них должно быть упомянуто по крайней мере один раз в тексте вашей статьи в стиле APA.

Пример:

При получении дополнительной подсказки «Какое представление является более точным?» в тексте, сгенерированном ChatGPT, указано, что «разные области мозга работают вместе, чтобы поддерживать различные когнитивные процессы» и «функциональная специализация разных областей может меняться в зависимости от опыта и факторов окружающей среды» (OpenAI, 2023; см. Приложение А для полной расшифровки). .

#### **Ссылка в списке литературы**

OpenAI. (2023). ChatGPT (версия от 14 марта) [большая языковая модель].  
<https://chat.openai.com/chat> Создание ссылки на ChatGPT или другие модели и программное обеспечение ИИ

Приведенные выше цитаты и ссылки в тексте адаптированы из шаблона ссылок на программное обеспечение в разделе 10.10 Руководства по публикациям (Американская психологическая ассоциация, 2020 г., глава 10). Хотя здесь мы фокусируемся на ChatGPT, поскольку эти рекомендации основаны на шаблоне программного обеспечения, их можно адаптировать для учета использования других больших языковых моделей (например, Bard), алгоритмов и аналогичного программного обеспечения.

Ссылки и цитаты в тексте для ChatGPT форматируются следующим образом:

OpenAI. (2023). ChatGPT (версия от 14 марта) [большая языковая модель].  
<https://chat.openai.com/chat>

Цитата в скобках: (OpenAI, 2023)

Описательная цитата: OpenAI (2023)

Давайте разберем эту ссылку и посмотрим на четыре элемента (автор, дата, название и

источник):

Автор: Автор модели OpenAI.

Дата: Дата — это год версии, которую вы использовали. Следуя шаблону из Раздела 10.10, вам нужно указать только год, а не точную дату. Номер версии предоставляет конкретную информацию о дате, которая может понадобиться читателю.

Заголовок. Название модели — «ChatGPT», поэтому оно служит заголовком и выделено курсивом в ссылке, как показано в шаблоне. Хотя OpenAI маркирует уникальные итерации (например, ChatGPT-3, ChatGPT-4), они используют «ChatGPT» в качестве общего названия модели, а обновления обозначаются номерами версий.

Номер версии указан после названия в круглых скобках. Формат номера версии в справочниках ChatGPT включает дату, поскольку именно так OpenAI маркирует версии. Различные большие языковые модели или программное обеспечение могут использовать различную нумерацию версий; используйте номер версии в формате, предоставленном автором или издателем, который может представлять собой систему нумерации (например, Версия 2.0) или другие методы.

Текст в квадратных скобках используется в ссылках для дополнительных описаний, когда они необходимы, чтобы помочь читателю понять, что цитируется. Ссылки на ряд общих источников, таких как журнальные статьи и книги, не включают описания в квадратных скобках, но часто включают в себя вещи, не входящие в типичную рецензируемую систему. В случае ссылки на ChatGPT укажите дескриптор «Большая языковая модель» в квадратных скобках. OpenAI описывает ChatGPT-4 как «большую мультимодальную модель», поэтому вместо этого может быть предоставлено это описание, если вы используете ChatGPT-4. Для более поздних версий и программного обеспечения или моделей других компаний могут потребоваться другие описания в зависимости от того, как издатели описывают модель. Цель текста в квадратных скобках — кратко описать тип модели вашему читателю.

Источник: если имя издателя и имя автора совпадают, не повторяйте имя издателя в исходном элементе ссылки и переходите непосредственно к URL-адресу. Это относится к ChatGPT. URL-адрес ChatGPT: <https://chat.openai.com/chat>. Для других моделей или продуктов, для которых вы можете создать ссылку, используйте URL-адрес, который ведет как можно более напрямую к источнику (т. е. к странице, на которой вы можете получить доступ к модели, а не к домашней странице издателя).

### **Другие вопросы о цитировании ChatGPT**

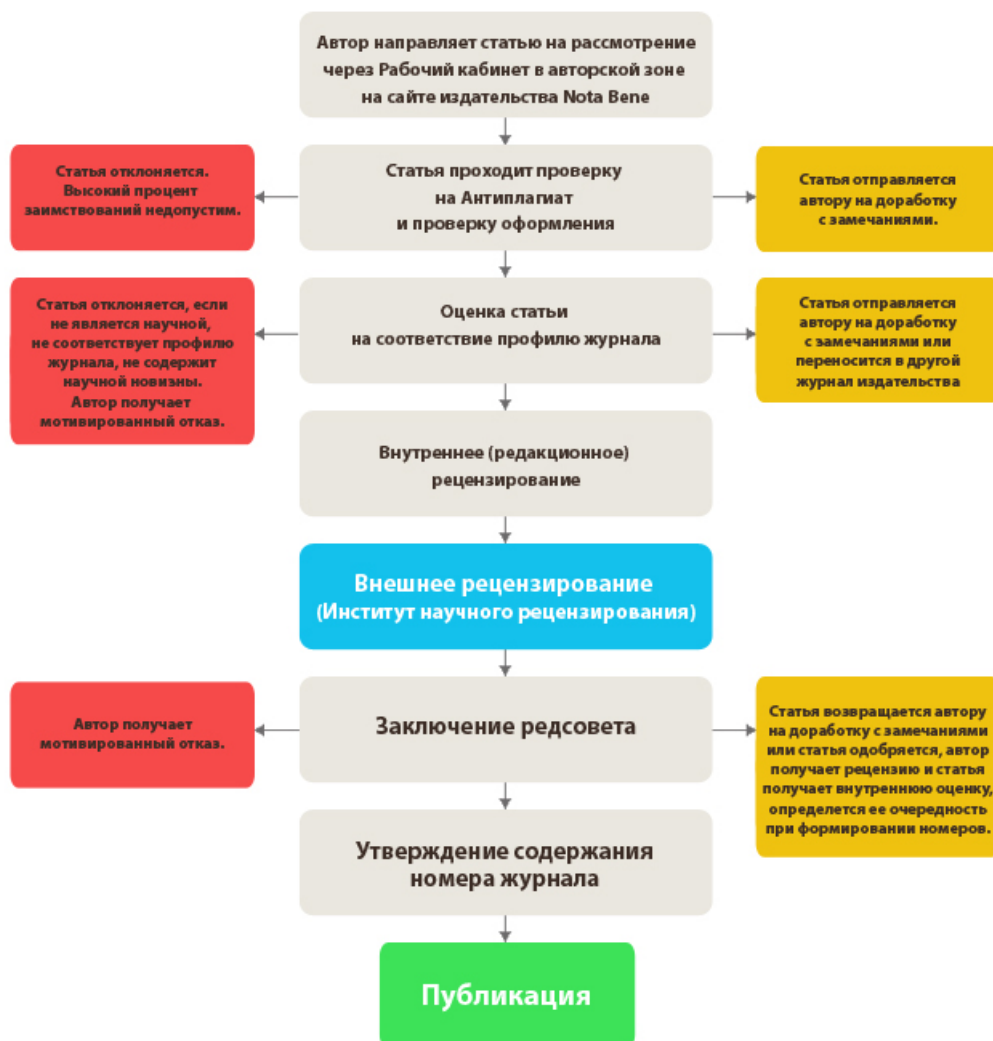
Вы могли заметить, с какой уверенностью ChatGPT описал идеи латерализации мозга и то, как работает мозг, не ссылаясь ни на какие источники. Я попросил список источников, подтверждающих эти утверждения, и ChatGPT предоставил пять ссылок, четыре из которых мне удалось найти в Интернете. Пятая, похоже, не настоящая статья; идентификатор цифрового объекта, указанный для этой ссылки, принадлежит другой статье, и мне не удалось найти ни одной статьи с указанием авторов, даты, названия и сведений об источнике, предоставленных ChatGPT. Авторам, использующим ChatGPT или аналогичные инструменты искусственного интеллекта для исследований, следует подумать о том, чтобы сделать эту проверку первоисточников стандартным процессом. Если источники являются реальными, точными и актуальными, может быть лучше прочитать эти первоисточники, чтобы извлечь уроки из этого исследования, и перефразировать или процитировать эти статьи, если применимо, чем использовать их интерпретацию модели.

Материалы журналов включены:

- в систему Российского индекса научного цитирования;
- отображаются в крупнейшей международной базе данных периодических изданий Ulrich's Periodicals Directory, что гарантирует значительное увеличение цитируемости;
- Всем статьям присваивается уникальный идентификационный номер Международного регистрационного агентства DOI Registration Agency. Мы формируем и присваиваем всем статьям и книгам, в печатном, либо электронном виде, оригинальный цифровой код. Префикс и суффикс, будучи прописанными вместе, образуют определяемый, цитируемый и индексируемый в поисковых системах, цифровой идентификатор объекта — digital object identifier (DOI).

[Отправить статью в редакцию](#)

### Этапы рассмотрения научной статьи в издательстве NOTA BENE.



## Содержание

Коротин К.В. Перспективы взаимодействия РФ с дружественными странами в рамках инвестиционной деятельности.	1
Кузнецов Н.В. Использование аддитивных регрессионных моделей для краткосрочного прогнозирования финансовых макропоказателей и оценки потенциала финансирования мегапроектов	15
Лян Ю. Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений	27
Тихонова А.В. Выявление приоритетных механизмов налогового регулирования индивидуальных предпринимателей методом лабораторного эксперимента	37
Манукян С.Г., Курбацкий А.Н., Малютина О.М. Взаимосвязь между уровнем ожидаемой волатильности и мультипликаторами на рынке акций США	52
Англоязычные метаданные	69

## Contents

Korotin K.V. Prospects of cooperation of the Russian Federation with friendly countries in the framework of investment activities.	1
Kuznetsov N. Using additive regression models for short-term forecasting of financial macro-indicators and assessing the potential for financing megaprojects	15
Lyan Y. Factors for improving the efficiency of mergers and acquisitions	27
Tikhonova A.V. Identification of priority mechanisms for tax regulation of individual entrepreneurs by the method of laboratory experiment	37
Manukian S.G., Kurbatskii A.N., Malyutina O.M. The relationship between the level of expected volatility and multipliers in the US stock market	52
Metadata in english	69



Финансы и управление

*Правильная ссылка на статью:*

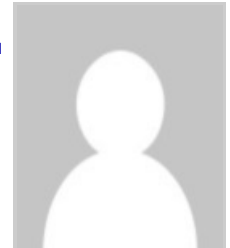
Коротин К.В. — Перспективы взаимодействия РФ с дружественными странами в рамках инвестиционной деятельности // Финансы и управление. – 2023. – № 2. DOI: 10.25136/2409-7802.2023.2.40856 EDN: INEYXC  
URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=40856](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=40856)

## Перспективы взаимодействия РФ с дружественными странами в рамках инвестиционной деятельности

Коротин Кирилл Владимирович

аспирант, кафедра экономики, Нижегородский институт управления – филиал РАНХиГС  
603950, Россия, Нижегородская область область, г. Нижний Новгород, ул. Проспект Гагарина, 46

✉ [korotinkirill28@gmail.com](mailto:korotinkirill28@gmail.com)



---

[Статья из рубрики "Финансовое регулирование"](#)

### DOI:

10.25136/2409-7802.2023.2.40856

### EDN:

INEYXC

### Дата направления статьи в редакцию:

28-05-2023

### Дата публикации:

06-06-2023

**Аннотация:** Объектом исследования является инвестиционная деятельность в Российской Федерации. Предмет исследования – осуществление инвестиционной деятельности в отношении дружественных иностранных государств. Цель работы – провести оценку возможных перспектив и рисков ориентации экономики Российской Федерации на взаимодействие с дружественными странами в сфере инвестиций. Задачи работы: • Провести оценку нормативно-правовой базы по ориентации экономики Российской Федерации на дружественные страны; • Проанализировать экономические показатели в отношении дружественных стран; • Оценить перспективы сотрудничества с недружественными странами в среднесрочной перспективе. Основным методом исследования является анализ. В работе проанализирована нормативно-правовая база в сфере ориентации экономики Российской Федерации на усиление партнерства с дружественными странами, приведена аналитика различных показателей дружественных стран и компаний. На основании проведенного анализа автор выделяет проблемные точки, опираясь на методы логики. На сегодняшний день, экономика Российской

Федерации производит переориентацию на построение отношений с дружественными государствами. Такое решение является нетипичной мерой регулирования экономики, и существует небольшое количество примеров схожих действий государственных органов. Решение вызывает активную дискуссию в Российском обществе, что подтверждает актуальность настоящего исследования. Определены ключевые проблемные точки, связанные непосредственно с ограничением доступа к инвестициям в компании недружественных иностранных государств и текущими возможностями инвестиций в компании дружественных государств. Автор выдвигает несколько рекомендаций, которые могут снизить уровень неопределенности на финансовом рынке, и уменьшить риски в сфере инвестиций.

### **Ключевые слова:**

Инвестиции, Регулирование экономики, Дружественные страны, Санкции, Финансовый рынок РФ, Центральный Банк РФ, Недружественные страны, Налоговые льготы, Развитые страны, Безопасность инвестиций

### **Введение.**

5 марта 2022 г. Правительство Российской Федерации на законодательном уровне закрепило перечень иностранных государств и территорий, совершающих в отношении Российской Федерации, Российских юридических лиц и физических лиц недружественные действия – недружественных иностранных государств [\[2\]](#). После создания и утверждения перечня недружественных иностранных государств, в нормативно-правовых актах, а также программах государственных ведомств и учреждений намечена тенденция к поощрению взаимодействия с дружественными иностранными государствами и усложнению процесса взаимодействия с недружественными иностранными государствами. Начиная с марта 2022 года установлен особый порядок осуществления экономической деятельности, связанной с недружественными иностранными государствами. В частности, сделки могут требовать согласования с Центральным Банком Российской Федерации, Министерством Финансов Российской Федерации, Правительственной комиссией по контролю за осуществлением иностранных инвестиций в Российской Федерации [\[1\]](#).

В настоящий момент курс поощрения взаимодействия с дружественными странами прослеживается во всех сферах государственного регулирования экономики, в том числе в сфере регулирования кредитных организаций, рынка ценных бумаг и инвестиционной деятельности. В настоящей работе проанализированы перспективы сотрудничества Российской Федерации с дружественными странами в рамках инвестиционной деятельности. В работе приведена оценка курса Центрального Банка Российской Федерации в отношении развития взаимодействия с дружественными странами. В работе проведена текущая позиция научного сообщества по отношению к развитию экономических отношений с дружественными странами. Также проанализирована статистическая информация по различным показателям, характеризующим перспективы инвестирования в дружественные страны, и определен перечень мер для урегулирования сложившихся противоречий.

### **Курс Банка России на развитие сотрудничества с дружественными странами.**

Курс на взаимодействие с дружественными иностранными государствами прослеживается в стратегии финансового рынка Российской Федерации до 2030 года. В

пункте «Принципы развития Российского Финансового рынка» раздела I «Общие положения» в качестве одного из принципов выделяется развитие взаимовыгодных партнерских отношений с дружественными странами. Аналогичное утверждение содержится и в разделе II «Основные тенденции Развития Российского Финансового рынка в предыдущие годы». Пункт «Развитие Международного сотрудничества» раздела III «Условия и долгосрочные приоритеты развития российского финансового рынка» содержит намерение о создании налоговых и иных условий для инвесторов и эмитентов из дружественных иностранных государств, допуска финансовых организаций из дружественных иностранных государств для осуществления деятельности на территории Российской Федерации [\[3\]](#).

В рамках анализа стратегии развития финансового рынка в краткосрочной перспективе – до 2025 года, также отчетливо прослеживается курс на сотрудничество с иностранными дружественными государствами. Улучшение взаимодействия с дружественными странами выделяется на уровне предпосылок, механизмов, задач, таких как развитие корпоративных отношений, повышения защищенности потребителей финансовых услуг, развития международных платежей и расчетов, конфигурации валютного регулирования и других [\[4\]](#).

Сочетание намерений в снижении административных барьеров, налоговых льгот и иных методов поощрения развития отношений с субъектами финансового рынка дружественных иностранных государств с увеличением контроля и ограничением возможностей взаимодействия с субъектами финансового рынка недружественных иностранных государств демонстрируют текущий курс развития финансового сектора в Российской Федерации. Можно отметить, что в связи с беспрецедентным давлением на финансовый сектор Российской Федерации, внешними и внутренними экономическими факторами, в настоящий момент существует объективная необходимость в государственном регулировании финансового сектора. Перед проведением анализа перспектив взаимодействия с дружественными странами необходимо привести теоретическую информацию о регулировании экономики, и, в частности, финансового сектора, а также проанализировать позицию научного сообщества в отношении развития сотрудничества с дружественными странами.

#### **Позиция научного сообщества в отношении развития сотрудничества с дружественными странами.**

На сегодняшний день, представители Российского научного сообщества выдвигают предположение о снижении эффективности традиционных методов денежно-кредитного регулирования. В частности, отмечается исчерпание потенциала традиционной процентной политики центральных банков. Кудрин А.Л. отмечает, что в период пандемии COVID-19, центральные банки были вынуждены применять нестандартные решения для регулирования экономики. Так, например в развивающихся странах впервые были запущены программы выкупа активов, которые ранее реализовывали только органы денежно-кредитного регулирования развитых стран [\[5\]](#). Накопленный опыт в ходе регулирования финансового сектора в период пандемии COVID-19 был полезен для государственного регулирования финансового сектора в 2022 году, в том числе для переориентации экономики и выстраивания тенденции на развитие отношений с дружественными странами.

В соответствии с описанной ранее позицией государственных органов Российской Федерации, намерение усилить взаимодействие с экономиками дружественных

иностранных государств связано, в первую очередь, с обеспечением безопасности осуществления экономической деятельности и защитой интересов инвесторов.

Отдельное внимание следует уделить позиции научного сообщества по отношению к развитию сотрудничества с дружественными странами. В настоящий момент существует научный пробел в рамках анализа сотрудничества с дружественными странами. Многие работы посвящены конкретным аспектам сложившейся ситуации – усилению стратегического партнерства с Китаем, Индией, Белоруссией и другими государствами, преимущественно в рамках реального сектора экономики. Отсутствуют научные работы, посвященные развитию сотрудничества с дружественными странами в сфере инвестиций, анализа общей проблематики развития сотрудничества с дружественными странами и установления ограничений для сотрудничества с недружественными странами.

В качестве примера развития сотрудничества с дружественными следует отметить позицию Ямпольской Д. О. по отношению к развитию сотрудничества России с Китаем и Индией в сфере электронной промышленности. Несмотря на общую позицию экспертов о том, что основными партнерами России в сфере поставок продукции электронной промышленности должны стать Китай и Индия. В тоже время, автор отмечает наличие множества санкций в отношении Китайской электронной промышленности. Таким образом, сотрудничество России и Китая в сфере поставок электронной промышленности может привести к увеличению количества санкций со стороны США. В случае Китайских производителей, при реализации продукции в Российскую Федерацию помимо общих рыночных показателей будет проведен анализ санкционных рисков, что осложняет процесс поставок. С другой стороны, автор выдвигает тезис, в соответствии с которым крупнейшие производители оборудования имеют возможность избежать санкций, в том числе наращивая производственные мощности за пределами США. В заключении автор отмечает, что существуют экономические предпосылки сотрудничества с точки зрения окупаемости инвестиций в совместные проекты, минуя политические аспекты <sup>[6]</sup>. В тоже время, «миновать политические аспекты» - сложнейшая задача для Российского правительства, конечный результат, который зависит от множества внешних факторов, в том числе и независимых от действий Российской Федерации.

Анализируя финансовую поддержку Российского экспорта в современных условиях, Сахаров Д.М. отмечает необходимость углубления финансового сотрудничества с дружественными странами и развития частно-государственного партнерства. Автор подробно описывает условия для создания расчетов в национальных валютах дружественных стран, и упоминает значимость инструментов страхования для содействия росту российского экспорта в дружественные страны <sup>[7]</sup>. В данном случае, польза данного исследования заключается в оценке инструмента страхования для обеспечения экономического взаимодействия с дружественными странами. С другой стороны, в настоящий момент возникает важная проблема обеспечения возможности страхования не только Российским участникам рынка, но и представителям дружественных стран. В случае с инвестиционной деятельностью возникает проблема страхования представителям дружественных стран является особенно актуальной, поскольку риск санкций является сложным риском для страховых компаний с точки зрения оценки риска. Например, в случае применения санкций в отношении контрагента из дружественной страны, сумма риска для Российского инвестора будет равна сумме инвестиции. Для юридического лица из дружественной страны санкции могут оказать непосредственное влияние на всю операционную деятельность, и сумма риска будет значительно больше. Данный факт ставит инвесторов из Российской Федерации и из дружественных стран в неравное положение в случае встречных санкций.

При оценке внешних угроз экономической безопасности Российской Федерации, авторы определяют высокую интеграцию с экономиками недружественных стран как проблему в области экономической безопасности<sup>[8]</sup>. Данный тезис следует проанализировать с точки зрения логики – если экономика Российской Федерации находится в зависимости от интеграции с экономиками недружественных стран, то существует и обратная зависимость. В дальнейшем анализе будет приведен анализ активов действующих кредитных организаций, в том числе с акционерами из недружественных стран. В случае с отношениями Российской Федерации с недружественными странами каждый случай является отдельно взятым событием со своими вводными данными. Следует отметить, что в некоторых случаях возможно применить зависимость конкретных субъектов недружественных стран от экономики Российской Федерации для обеспечения собственного экономического развития, вместо расходов государства на построение новых экономических отношений. Экономическая интеграция может являться не только угрозой, но и возможностью для минимизации текущих рисков.

При анализе возможных форматов развития инвестирования национальной экономике Черненко В.А., Воронов. А.А. и Резник И.А. присутствует позиция о необходимости импортозамещения, в том числе посредством скорейшего замещения нерезидентов в результате отказа работать в России - на российских инвесторов и надёжных иностранных инвесторов из дружественных стран<sup>[9]</sup>. Данная позиция является верной в контексте обеспечения экономической безопасности. Соответствующие меры значительно увеличат состояние защищенности Российской экономики, в частности инвесторов. Но в тоже самое время, концепция полного импортозамещения изначально является некорректной. Во многих сферах, в частности при производстве низкорентабельной продукции и инвестиции в соответствующие сферы срок окупаемости вложений может измеряться десятками лет, при отсутствии перспектив с точки зрения размеров прибыли. С другой стороны, развитие некоторых высокотехнологичных и инновационных отраслей связано с получением прибыли и удовлетворительными сроками окупаемости проектов, но при условии наличия готового продукта на рынке, даже в случае если продукт принадлежит резидентам недружественных стран необходимо проведение дополнительного анализа каждого конкретного проекта.

При проведении анализа оценки и перспектив развития экономики Российской Федерации Е.К, Карпунина и другие авторы отмечают значительную долю внешней торговли Российской Федерации с недружественными странами, как в разрезе импорта так и в разрезе экспорта. Авторы предлагают проводить последовательную политику по переводу экспортных поставок из недружественных стран в такие страны, как ОАЭ, Египет, Мексику, Алжир, Саудовскую Аравию, Сингапур и другие страны<sup>[10]</sup>. Данный тезис авторы обосновывают снижением рисков введения ограничений с недружественными странами. В контексте инвестиционной деятельности, увеличение экспорта в дружественные страны может служить базисом для создания инвестиционных условий.

Таким образом, большинство исследований в настоящий момент посвящены взаимодействию с дружественными странами в секторе реальной экономики. Вопросы перспектив инвестиций в дружественные страны не упоминаются как предмет исследования в рамках научных работ, что подтверждает актуальность проводимого исследования. В отношении текущих исследований следует выделить отметить несколько проблемных точек. Во-первых, авторы работ зачастую не упоминают риск встречных

санкций, значительно препятствующий партнерству с дружественными странами. Во-вторых, предложение применения импортозамещения, часто встречающееся в проводимых исследованиях, не предполагает конкретизации секторов экономики, на которые должно быть направлено импортозамещение.

#### **Анализ статистических и экономических показателей дружественных стран.**

Первый экономический показатель, с помощью которого принято оценивать экономику страны – показатель ВВП. Среди 20 крупнейших государств по показателю ВВП в 2022 г. 12 государств относятся к недружественным иностранным государствам, 7 государств относятся к дружественным иностранным государствам. Россия по данным статистического агентства Statista занимает 8 место по показателю ВВП в 2022 г. С другой стороны, Китай, не являющийся недружественным иностранным государством, располагается на втором месте, и имеет накопленный ВВП 18,100.04 Миллиардов долл. США, что превышает совокупный накопленный ВВП девяти недружественных государств, располагающихся на позициях с 6 по 20 рейтинга и наглядно представлено на рисунке 1. Показатель ВВП позволяет отметить в том числе и потребность экономики в новых продуктах. Чем ВВП выше, тем выше уровень производства и выше потребность в приобретаемой продукции или услугах.

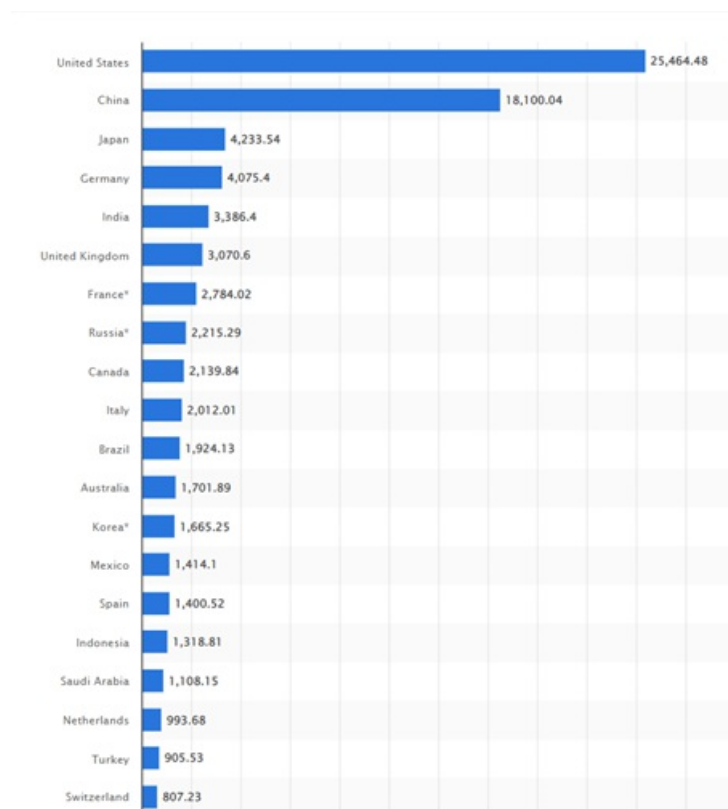


Рис. 1. ВВП в млрд. долл. США за 2022 г. Источник: [\[11\]](#)

Оценка потенциальных торговых партнеров на основании показателя ВВП более репрезентативна, если торговое сотрудничество будет связано с экспортом сырья. Поскольку в рамках данной работы анализируется финансовый сектор, следует сделать акцент также на других показателях. В рамках программы развития Организации Объединенных Наций рассчитывается показатель индекса человеческого развития (HDI), который оценивает ожидаемую продолжительность жизни, уровень грамотности населения и уровень жизни на основании показателя валового национального дохода. Люди, живущие в более благоприятных условиях, будут готовы больше инвестировать, поэтому оценивать страны на предмет наличия потенциальных инвесторов



целесообразно также и через показатель HDI. Среди 20 стран с наибольшим показателем HDI только 1 страна является дружественной по отношению к Российской Федерации – Китай [12]. В данном случае, статистика говорит о том, что большое количество потенциальных инвесторов – физических и юридических лиц ограничены в возможностях инвестировать в экономику Российской Федерации.

В 2021 г. был опубликован рейтинг 10 наиболее привлекательных стран для инвестирования. Аналогично со статистикой по HDI, только Китай является дружественным иностранным государством, которое входит в данный рейтинг [Эти страны являются наиболее привлекательными для инвесторов после пандемии COVID-19 // Forbes [13]. Данная статистика свидетельствует, что также и Российские инвесторы ограничены в возможностях инвестирования с возможностью получить наибольшую доходность.

На основании данных [companiesmarketcap.com](https://companiesmarketcap.com) для данной работы была проанализирована статистика компаний по показателям капитализации, операционной прибыли, выручки и активов. Данные показатели оказывают влияние на принятие решений об инвестировании. Мы отобрали крупнейшие 50 компаний в рамках каждого показателя, и разделили компании по признаку юрисдикции на компании из дружественных (или нейтральных) стран и компании из недружественных стран.



Рис. 2. Количество компаний из дружественных стран по различным показателям, % от топ-50 компаний по соответствующему показателю. Источник: [14]

Доля дружественных, или нейтральных по отношению к Российской Федерации компаний среди 50 крупнейших компаний по показателям не превышает 30 % во всех анализируемых группах, что наглядно продемонстрировано на рис. 2. По аналогии с анализируемыми ранее показателями, низкая доля компаний из топ-50 по показателям

рыночной капитализации, операционной прибыли, выручки и суммы активов свидетельствует о существующих ограничениях для Российских инвесторов.

Следует отметить, что помимо проблематики перспектив инвестиций в компании дружественных стран, существует также факт продолжения деятельности иностранных компаний из недружественных иностранных государств. В качестве примера следует рассмотреть банковскую сферу. В рейтинге банков по сумме активов по состоянию на февраль 2022 г., среди крупнейших 50 банков у 4 банков с общей суммой активов 3,705,360,512 тыс. руб. акционерами являются компании из недружественных стран: Райффайзен Банк, ЮниКредит Банк, Ситибанк, ИНГ Банк<sup>[15]</sup>. Несмотря на наличие прецедентов по передаче активов банков в собственность Российским инвесторам, как в случае с Росбанком<sup>[16]</sup> или Хоум Кредит Банк<sup>[17]</sup>, банки с собственниками из недружественных стран продолжают деятельность на территории Российской Федерации.

В заявлениях представителей государственных органов, таких как Центральный Банк Российской Федерации, а также представителей Государственной думы прослеживается тенденция о сохранении экономических отношений с недружественными странами. По заявлениям главы Центрального Банка Российской Федерации, текущей задачей для Российской экономики является привлечение иностранных инвестиций – в том числе и из недружественных стран<sup>[18]</sup>. Аналогичный тезис выдвигает глава комитета Госдумы по финансу<sup>[19]</sup>.

У потенциальных инвесторов, помимо ограничений в доступе к активам из недружественных иностранных государств существует также неопределенность в отношении продолжительности курса государственной политики на развитие экономических отношений с дружественными иностранными государствами. Инвесторы могут проводить анализ возможного изменения курса государственной политики и переориентации на возобновление экономических отношений с недружественными иностранными государствами, в том числе и отмены существующих в настоящий момент ограничений, что приведет к увеличению состояния неопределенности на рынке.

### **Способы решения сложившихся проблем**

Текущая ситуация с разделением стран на дружественные и недружественные объясняется, в первую очередь, сложившейся в 2022 г. политической обстановкой. Для разрешения сложившихся противоречий, описанных ранее в работе, следует предпринять ряд мер.

Во-первых, необходимо определить наиболее перспективные секторы экономик дружественных стран, для того чтобы проводить налоговое стимулирование и уменьшение ограничительных факторов по конкретным направлениям. Направление усилий на переориентацию инвестиций на конкретные сектора экономики дружественных стран позволит сократить государственные расходы на развитие финансового сектора Российской Федерации.

Во-вторых, необходимо продолжить работу в обеспечении минимизации рисков встречных санкций. В настоящий момент, для потенциальных инвесторов - как Российских, так и иностранных, одной из ключевых проблем является риск встречных санкций. В данной ситуации риск встречных санкций значительно увеличивает состояние неопределенности на финансовом рынке. Для решения данной проблемы возможно развитие института страхования, определение межгосударственного сотрудничества в рамках конкретных секторов экономики. При развитии института страхования необходимо разрешить выявленное ранее противоречие, в рамках которого риски встречных санкций

для инвестора из Российской Федерации и юридического лица из дружественного иностранного государства являются несоразмерными.

В 2023 г. особую актуальность приобретают специальные административные районы (САР), в которых к концу 2023 г. по оценкам Минэкономразвития ожидается регистрация в общей сумме 250 организаций. В соответствии с заявлениями Минэкономразвития предлагается увеличить до 5 лет срок исключения международных компаний из иностранного реестра, расширить круг иностранных юрлиц для создания международной компании «с нуля» в САР, снизить размер передаваемых в международный личный фонд активов с 5 млрд. по 500 млн. руб. Такие меры дадут бизнесу достаточное время для исключения «двойной» прописки компании и повысят привлекательность создания международного личного фонда в САР [20]. Необходимо отметить, что данная мера является эффективной, если потенциальный партнер не заинтересован в дальнейшем ведении деятельности с недружественными странами, то есть риск встречных санкций не окажет влияния на его операционную деятельность.

В-третьих, необходимо регулярно проводить оценку возможности возобновления взаимоотношений в финансовом секторе с недружественными иностранными государствами, поскольку ограничение свободы инвестиций в дальнейшем может оказать негативное влияние на состояние финансового сектора Российской Федерации. Оценка возможности возобновления взаимоотношений с недружественными странами должна производиться в связи с рядом обстоятельств:

- Зависимость Российской экономики от недружественных стран находится на очень высоком уровне, а факты продолжения деятельности крупных кредитных организаций с акционерами из недружественных стран в совокупности с заявлениями представителей государственных органов свидетельствуют о перспективах сохранения экономических отношений с недружественными странами;
- Полное импортозамещение и перевод всех инвестиций в дружественные страны являются экономически неоправданным решением. В текущих условиях неопределенности, любое решение по развитию экономики, в том числе в сфере инвестиций необходимо оценивать с точки зрения потенциальных затрат бюджета Российской Федерации;
- Сокращение экономического и инвестиционного взаимодействия с дружественными странами означает уменьшение дипломатических путей урегулирования сложившихся противоречий. Торговые отношения могут быть одной из причин сохранения и налаживания отношений между государствами.

## **Заключение**

Принятие конкретных мер в части стимулирования экономических отношений с компаниями из дружественных стран, поэтапное снятие ограничений доступа к активам из недружественных стран в обозримой перспективе позволят улучшить инвестиционный климат в Российской Федерации.

На сегодняшний день, инвестиционная деятельность в Российской Федерации находится в состоянии неопределенности из-за ряда проблем. В первую очередь, нельзя однозначно утверждать, что развитие выданных и полученных инвестиций в недружественные страны является негативным фактором для экономики Российской Федерации, который должен быть сведен к нулевому уровню активности. С другой стороны, развитие взаимоотношений в сфере инвестиций с дружественными странами

также связано с рядом сложностей – риски встречных санкций, разница в оценочной сумме риска, наличие институтов и норм права, предоставляющих преимущества для инвестиций в дружественные страны.

## Библиография

1. О дополнительных временных мерах экономического характера по обеспечению финансовой стабильности Российской Федерации :Указ Президента РФ от 01.03.2022 N 81 (ред. от 03.03.2023). // Доступ из справочно-правовой системы Консультант Плюс URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_410578/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_410578/) (дата обращения: 19.05.2023)
2. Об утверждении перечня иностранных государств и территорий, совершающих недружественные действия в отношении Российской Федерации, российских юридических и физических лиц : Распоряжение Правительства РФ от 05.03.2022 N 430-р (ред. от 29.10.2022). // Доступ из справочно-правовой системы Консультант Плюс URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/) (дата обращения: 19.05.2023)
3. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ до 2030 года : Распоряжение Правительства РФ от 29.12.2022 N 4355-р // Доступ из справочно-правовой системы Консультант Плюс URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/) (дата обращения: 19.05.2023)
4. Основные направления развития финансового рынка Российской Федерации на 2023 год и период 2024 и 2025 годов : Информация Банка России от 6 декабря 2022 г.// ГАРАНТ: информационно-правовая система URL: <https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405940527/> (дата обращения: 10.05.2023)
5. Экономика и экономическая политика в условиях пандемии / Под ред. д-р экон. наук Кудрина А.Л. — М.: Издательство Института Гайдара, 2021. — 344 с., с. 139
6. Ямпольская Диана Олеговна ЭЛЕКТРОННАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ: ПЕРСПЕКТИВЫ РАЗВИТИЯ И СОТРУДНИЧЕСТВА РФ С ДРУЖЕСТВЕННЫМИ СТРАНАМИ // Вестн. Том. гос. ун-та. Экономика. 2022. №60. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/elektronnaya-promyshlennost-perspektivy-razvitiya-i-sotrudnichestva-rf-s-druzhestvennymi-stranami> (дата обращения: 01.06.2023).
7. Сахаров Дмитрий Михайлович РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТОВ ГОСУДАРСТВЕННОЙ ФИНАНСОВОЙ ПОДДЕРЖКИ РОССИЙСКОГО ЭКСПОРТА В СОВРЕМЕННЫХ УСЛОВИЯХ // Мир новой экономики. 2022. №4. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-instrumentov-gosudarstvennoy-finansovoy-podderzhki-rossiyskogo-eksporta-v-sovremennyh-usloviyah> (дата обращения: 01.06.2023)
8. Медик Ирина Николаевна, Чепинога Оксана Александровна, Деревцова Ирина Валерьевна ВНЕШНИЕ УГРОЗЫ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ БЕЗОПАСНОСТИ РОССИИ // Baikal Research Journal. 2022. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vneshnie-ugrozy-ekonomicheskoy-bezopasnosti-rossii> (дата обращения: 01.06.2023)
9. Черненко В.А., Воронов А.А., Резник И.А. ИНВЕСТИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ ЭКОНОМИКИ: НОВЫЙ ФОРМАТ РАЗВИТИЯ // ЭВ. 2022. №2 (29). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/investirovanie-natsionalnoy-ekonomiki-novyy-format-razvitiya> (дата обращения: 01.06.2023)
10. Внешнеэкономическая деятельность как детерминант экономической безопасности России: оценка угроз и перспектив развития в условиях санкционных ограничений /

- Е. К. Карпунина, А. Ю. Усанов, С. А. Труфанова, Н. Н. Губернаторова // Известия Юго-Западного государственного университета. Серия: Экономика. Социология. Менеджмент. 2022. Т. 12, № 5. С. 10–26. <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2022-12-5-10-26>
11. Компании с крупнейшим ВВП по состоянию за 2022 год, млрд. долл. США // Statista [Электронный ресурс]. URL: <https://www.statista.com/statistics/268173/countries-with-the-largest-gross-domestic-product-gdp/> (дата обращения: 21.05.2023)
  12. Индекс человеческого развития. Данные за 2021 год // HDR [Электронный ресурс]. URL: <https://hdr.undp.org/data-center/human-development-index#/indicies/HDI> (дата обращения: 21.05.2023)
  13. Эти страны являются наиболее привлекательными для инвесторов после пандемии COVID-19 // Forbes [Электронный ресурс]. URL: <https://www.forbes.com/sites/iese/2021/07/08/these-are-the-most-attractive-countries-to-investors-post-covid/?sh=6acdcab02698> (дата обращения: 21.05.2023)
  14. Крупнейшие компании по различным показателям // Companiesmarketcap [Электронный ресурс]. URL: <https://companiesmarketcap.com/> (дата обращения: 21.05.2023)
  15. Финансовый рейтинг банков по активам// Banki.ru [Электронный ресурс]. URL: <https://www.banki.ru/banks/ratings/> (дата обращения: 22.05.2023)
  16. Societe Generale завершила продажу Росбанка и страхового бизнеса в России "Интерросу" // Российская газета [Электронный ресурс]. URL: <https://rg.ru/2022/05/18/societe-generale-zavershila-prodazhu-rosbanka-i-strahovogo-biznesa-v-rossii-interrosu.html> (дата обращения: 22.05.2023)
  17. Хоум Кредит банк – уже не часть Home Credit. Банк теперь наполовину принадлежит себе же // Рамблер[Электронный ресурс]. URL: [https://finance.rambler.ru/business/49248513/?utm\\_content=finance\\_media&utm\\_medium=read\\_more&utm\\_source=copylink](https://finance.rambler.ru/business/49248513/?utm_content=finance_media&utm_medium=read_more&utm_source=copylink) (дата обращения: 22.05.2023)
  18. «Это не модно говорить»: Набиуллина призвала сохранить «недружественных» инвесторов // Forbes.ru [Электронный ресурс]. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/489390-eto-ne-modno-govorit-nabiullina-prizvala-sohranit-nedruzestvennyh-investorov> (дата обращения: 23.05.2023)
  19. Властям РФ нужны инвесторы из недружественных стран // МБК [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mbk.ru/news/vlastiam-rf-nuzny-investory-iz-nedruzestvennyh-stran> (дата обращения: 21.05.2023)
  20. Илья Торосов: ожидаем к концу 2023 года 250 компаний в российских CAP // Министерство экономического развития Российской Федерации [Электронный ресурс]. URL: [https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya\\_torosov\\_ozhidaem\\_k\\_koncu\\_2023\\_goda\\_250\\_kompaniy\\_v\\_rossiyskih\\_sar.html](https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya_torosov_ozhidaem_k_koncu_2023_goda_250_kompaniy_v_rossiyskih_sar.html) (дата обращения: 06.02.2023)

## Результаты процедуры рецензирования статьи

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Предмет исследования. В рукописи представлены результаты исследования взаимодействия России с дружественными странами. Описаны основные стратегические

документы, в которых обозначена важность такого взаимодействия. Названы инструменты, которые используются Россией для усиления такого взаимодействия, проанализированы перспективы данного сотрудничества. Авторы обозначили ряд противоречий, которые возникают в результате продолжающегося взаимодействия с недружественными странами.

Методология исследования. Исследование базируется на применении авторами общенаучных методов исследования – анализа, синтеза, обобщения, аналогии, сравнительного анализа. В работе применялись табличный и графический методы представления данных.

Актуальность вопросов, рассмотренных в рукописи не вызывает сомнений. В настоящее время Россия находится под гнетом санкционного давления со стороны недружественных стран, однако анализ текущей ситуации позволяет сделать вывод, что несмотря на это, сотрудничество в отдельных секторах экономики с этими государствами продолжается. В представленной работе делается акцент на том, что необходимо наращивать сотрудничество с иностранными дружественными государствами, используя при этом инструментарий государственного регулирования, в том числе налоговые льготы. Поднимаемые в рукописи вопросы «злободневны» и заслуживают обсуждения. Авторы проанализировали показатели ВВП дружественных и недружественных стран и провели сравнительный анализ полученных данных, также была проанализирована статистика компаний по показателям капитализации, операционной прибыли, выручки и активов из дружественных и недружественных стран, сделаны выводы.

Научная новизна в рукописи видится незначительной, авторы очень кратко описали меры, направленные на преодоление сложившихся противоречий. Также из рукописи не ясна позиция авторов по поводу взаимодействия с недружественными странами, авторами отмечено, что «необходимо регулярно проводить оценку возможности возобновления взаимоотношений в финансовом секторе с недружественными иностранными государствами». Данный тезис в контексте работе недостаточно аргументирован. Авторами также не описаны конкретные меры, которые предпринимаются на государственном уровне для усиления взаимодействия с дружественными странами. Автору следовало бы сделать акцент на данных инструментах, например, описать механизм CAP. Отсутствуют самостоятельные выводы авторов по результатам исследования.

Стиль, структура, содержание. Стиль изложения научный. Содержание статьи соответствует сформулированной теме. Рукопись соответствует тематике журнала. Понятийный аппарат является корректным, так как основан на изучении терминологии, применяемой в отечественной литературе. При изложении материала использованы общепринятые научные термины, работа написана доступным языком. Следует отметить, что авторам следует структурировать рукопись. Добавить такие разделы как: введение, основная часть (подразделы), выводы и заключение.

Библиография состоит из 19 источников, ряд из которых не являются рецензируемыми научными публикациями и должны быть оформлены в виде подстрочных ссылок. Рассмотренные авторами учебники следует исключить из списка источников, а добавить актуальные научные статьи.

Апелляция к оппонентам. Рукопись не содержит научной дискуссии, несмотря на наличие списка источников. Рекомендуется при доработке статьи сравнить результаты исследования других ученых в области именно взаимодействия с дружественными и недружественными странами.

Выводы, интерес читательской аудитории. С учётом всего вышеизложенного следует отметить необходимость доработки рукописи. Рассматриваемая тема является актуальной в виду текущей экономической повестки и может быть интересна широкому кругу лиц.



Представляется, что при качественном устранении указанных в рецензии замечаний и успешного прохождения повторного рецензирования, статья может быть опубликована.

## **Результаты процедуры повторного рецензирования статьи**

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Предмет исследования. С учётом сформированного заголовка, статья должна быть посвящена определению перспектив взаимодействия Российской Федерации с дружественными странами в рамках инвестиционной деятельности. Содержание статьи соответствует заявленной теме.

Методология исследования базируется на анализе и синтезе числовых данных и текстовой информации. Особенно ценно, что отдельные результаты автора представлены графически. При проведении доработки статьи автору рекомендуется построить рисунок в виде схемы или начертить таблицу, показывающие соотношение выявленных проблем и путей их решения.

Актуальность исследования вопросов, связанных с оценкой перспектив социально - экономического сотрудничества Российской Федерации с дружественными странами не вызывает сомнений, так как полностью отвечает тактическим и стратегическим целям и задачам развития Российской Федерации. Особый интерес у научного сообщества, экспертов и аналитиков, а также у должностных лиц органов государственной власти Российской Федерации и субъектов Российской Федерации вызывают конкретные практические рекомендации по решению существующих проблем, в том числе в контексте ускорения процесса по достижению национальных целей развития Российской Федерации, определенных в Указе Президента России от 21 июля 2020 года.

Научная новизна в рецензируемой научной статье есть. В частности, автором обоснованы существующие проблемы и представлены направления решения проблем. В целях улучшения качества статьи необходимо развить указанные направления до более конкретных мероприятий.

Стиль, структура, содержание. Стиль изложения научный. Структура статьи автором выстроена достаточно конкретно, способствует последовательному изложению авторской позиции и аргументации приводимых суждений. Ознакомление с содержанием позволяет сделать о достаточно оригинальном подходе к идентификации проблем и определению направлений по их решению, но в целях обеспечения качественно высокого уровня разработанных рекомендаций они должны быть сформулированы более конкретно. Например, утверждается о необходимости определения наиболее перспективных секторов экономик дружественных стран, но какие же сектора к ним относятся? Также автор утверждает о необходимости регулярного проведения оценки возможности возобновления взаимоотношений в финансовом секторе с недружественными иностранными государствами, однако кто и на основании каких критериев должен её осуществлять не указано.

Библиография. Автором сформирован библиографический список, состоящий из 20 источников. Однако оформление списка литературы сделано небрежно: наименования статей указаны исключительно заглавными буквами, не приводятся страницы, на которых опубликована научная статья. Более того, автором используется сокращение "РФ", не являющееся допустимым в научных текстах.

Апелляция к оппонентам. Автором проведен анализ мнений научного сообщества по рассматриваемым в тексте научной статьи вопросам. При доработке статьи рекомендуется сравнить результаты, полученные автором статьи, с итогами научных

исследований, представленных в библиографическом списке. Это позволит усилить и четко обосновать наличие научной новизны.

Выводы, интерес читательской аудитории. С учётом все вышеизложенного, следует отметить большую работу автора по сбору, систематизации и иной обработке данных, обеспечивающих обоснование авторской позиции в части оценки существующей. В целях обеспечения удовлетворения существующего спроса со стороны читательской аудитории автору рекомендуется усилить глубину авторских рекомендаций, определив конкретные рекомендации в рамках обозначенных направлений.

Финансы и управление

*Правильная ссылка на статью:*

Кузнецов Н.В. — Использование аддитивных регрессионных моделей для краткосрочного прогнозирования финансовых макропоказателей и оценки потенциала финансирования мегапроектов // Финансы и управление. – 2023. – № 2. DOI: 10.25136/2409-7802.2023.2.43657 EDN: TYPVPJ URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=43657](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=43657)

## Использование аддитивных регрессионных моделей для краткосрочного прогнозирования финансовых макропоказателей и оценки потенциала финансирования мегапроектов

Кузнецов Николай Владимирович

доктор экономических наук, кандидат технических наук

главный научный сотрудник Института экономической политики и проблем экономической безопасности Финансового университета при Правительстве российской Федерации

125167, Россия, г. Москва, Ленинградский проспект, 49/2

✉ [nkuznetsov@outlook.com](mailto:nkuznetsov@outlook.com)



---

[Статья из рубрики "Финансовое планирование и прогнозирование"](#)

**DOI:**

10.25136/2409-7802.2023.2.43657

**EDN:**

TYPVPJ

**Дата направления статьи в редакцию:**

28-07-2023

**Аннотация:** Предметом исследования настоящей статьи является вопрос использования аддитивных регрессионных моделей для прогнозирования финансовых показателей макроуровня. При этом отдельное внимание уделено влиянию монетизации экономики на возможность привлечения финансирования в глобальные проекты развития (мегапроекты). Показано, что основным недостатком наиболее распространенных сегодня моделей прогнозирования является их ситуационно-зависимый характер. Это в свою очередь порождает сложности с первоначальной настройкой моделей и последующей интерпретацией получаемых результатов, ограничивая сферу применения моделей делая использование этого инструментария сложным для специалистов в сфере финансов, не обладающих специальной математической подготовкой. При помощи моделирования получены прогнозные значения валового внутреннего продукта (ВВП) и денежной массы (M2) на краткосрочный период на основе которых рассчитано ожидаемое значение уровня монетизации экономики. На основе прогнозной оценки

уровня монетизации показано, что в настоящий момент у страны ограничен потенциал по наращиванию внутреннего долга, что в условиях закрытия доступа к международным рынкам капиталов и частичной блокировки государственных резервов, может стать фактором срыва финансирования мегапроектов структурной модернизации экономики. Предложены направления совершенствования денежно-кредитной политики, направленные на исправление данной ситуации и повышение внутренней инвестиционной активности.

**Ключевые слова:**

аддитивные регрессионные модели, ВВП, денежная масса M2, денежно-кредитная политика, краткосрочное прогнозирование, макропоказатели, мегапроекты, монетизация экономики, структурная модернизация, финансовое моделирование

*Статья подготовлена по результатам исследований, выполненных за счет бюджетных средств по государственному заданию Финуниверситета.*

**Введение**

Потребность в получении прогнозных оценок различных финансовых показателей макроуровня существует сегодня во многих областях деятельности. Без таких прогнозов государство не может формировать адекватную социально-экономическую, денежно-кредитную, фискальную и другие политики, а корпорации – разрабатывать стратегии своего долгосрочного развития, инвестирования и привлечения финансирования.

При этом среди профессионалов до сих пор существует дискуссия о том какой же метод прогнозирования и какая же прогнозная модель дает наиболее качественные результаты (см., например, анализ проведенный в [\[1, 2\]](#)). Однако в одном сходятся мнение большинства экспертов – финансовые прогнозы крайне сложны для построения. Во-первых, потому, что финансовые процессы характеризуются высокой динамикой и высокой же степенью неопределенности. Находясь под влиянием большого числа разнообразных факторов, которые просто невозможно полностью учесть в рамках математической модели, они обладают сложнопредсказуемой сменой трендов, циклическими и сезонными эффектами, а также значительной волатильностью [\[3\]](#). А во-вторых, потому, что отражающие эти процессы данные финансовой статистики, соответственно характеризуются нелинейностью, нестационарностью, наличием выбросов и аномалий [\[4\]](#), а также в некоторых случаях пропусками в данных и отсутствием смыкания в рядах динамики, что обусловлено особенностями формирования и расчета соответствующих показателей, и многократно усложняет их синхронизацию. При этом все эти особенности дополнительно усилились в последнее время вследствие ухудшения общемировой геополитической ситуации.

Такое положение дел требует использования для построения финансовых прогнозов современных самообучающихся моделей, то есть таких моделей, которые могли бы в процессе прогнозирования самокорректироваться, адаптируясь к изменениям исходных данных. Различные варианты подобных моделей разрабатывают и используют как российские [\[5\]](#), так и зарубежные [\[6\]](#) финансовые институты. И, тем не менее, исследования по этой проблематике еще далеки от завершения и потому актуальны.

В данной работе рассматривается использование аддитивных регрессионных моделей

для прогнозирования финансовых показателей макроуровня. В качестве примеров рассматривается задача краткосрочного прогнозирования динамики валового внутреннего продукта (ВВП) и денежной массы (М2), а также их последующего использования для оценки уровня монетизации экономики страны, как одного из факторов определяющих потенциал государства по привлечению финансирования для реализации проектов структурной модернизации экономики.

### **Аддитивные регрессионные модели для прогнозирования финансовых показателей**

Аддитивные регрессионные модели (АР-модели) являются отдельным видом статистических моделей (относимых также и к методам машинного обучения) в основе которых лежит одномерное сглаживание данных с последующим построением непараметрической регрессии. Данный подход был впервые предложен в 1981 г. [7] и с тех пор зарекомендовал себя как более гибкий и более удобный в сравнении с используемой ранее стандартной линейной регрессией [8].

Согласно подходу АР-модели, результат прогнозирования (каждый отдельный элемент множества  $Y$ , размерностью  $n$ ) определяется путем сложения нескольких независимых компонент (см. таблицу 1):

$$y(t) = g(t) + c(t) + s(t) + h(t) + \varepsilon$$

Подбор параметров компонент производится на основе имеющихся статистических данных при помощи какого-либо известного из литературы метода (например, алгоритма обратной подгонки).

Таблица 1. Ключевые компоненты АР-модели (составлено автором)

<b>Компонента</b>	<b>Назначение компоненты</b>
Тренд $g(t)$	Моделирование долгосрочного изменения переменной. Для этого может использоваться кусочно-линейная или логистическая функция (последняя позволяет моделировать рост с насыщением, когда при увеличении показателя снижается темп его роста).
Цикл $c(t)$	Моделирование долгосрочных колебаний (волн), таких как, например, экономические циклы. Для этого может использоваться функция полинома высшей степени.
Сезонность $s(t)$	Моделирование краткосрочных периодически повторяющихся колебаний, типичных для явления сезонности (недельной или годовой). Для этого может использоваться метод фиктивных переменных (которые учитывают повторяющиеся паттерны в данных), сезонная функция или ряды Фурье.
Аномалии $h(t)$	Отвечает за вычленение аномалий, в том числе и нерегулярных, таких как, например, статистические выбросы.
Ошибка $\varepsilon$	Случайная компонента служащая для оценки информации, которая не была учтена предыдущими компонентами (в том числе и ошибки моделирования).

Различные практические реализации АР-моделей могут иметь различный набор

компонент (как правило менее широкий в сравнении с представленным выше). Обзор несколько примеров популярных AP-моделей, используемых сегодня для построения прогнозов в сфере финансов, приведен в таблице (см. таблицу 2). Видно, что каждая из них обладает как достоинствами, так и недостатками. Выбор определенной модели во многом зависит от характеристик исследуемых данных, а также целей прогнозирования.

Таблица 2. Примеры популярных AP-моделей, используемых для прогнозирования финансовых показателей (составлено автором на основе [\[8\]](#))

Модель	Особенности использования
Модель Хольта-Винтерса	Модель учитывает тренд, сезонность и ошибку для прогнозирования временных рядов. Позволяет учесть краткосрочные тренды и повторяющиеся сезонные факторы. Имеет сложности с прогнозированием долгосрочных трендов. Используется для прогнозирования данных с ярко выраженной сезонностью и трендами, таких как, например, объемы производства и продажи продукции.
Модель Тейла-Вейджа	Представляет собой усложненный вариант модели Хольта-Винтерса, учитывающий сезонность и аддитивный тренд. Используется для прогнозирования показателей в четко установившемся трендом и наличием сезонных колебаний.
Модель Фреймана-Тьюки	Модель учитывает линейные и нелинейные тренды, сезонные факторы и циклические изменения. Хорошо адаптируется к нелинейным зависимостям, но требует более сложной начальной настройки. Используется для прогнозирования экономических показателей в случае, когда имеются сложные зависимости и нелинейные тренды.
Модель ARIMA	Модель учитывает авторегрессию, интеграцию и скользящую среднюю в данных. Может быть мощным инструментом прогнозирования, но требует обязательного учета стационарности данных и выбора подходящих начальных параметров модели. Используется для прогнозирования временных рядов с различными зависимостями и стационарностью.

Общим недостатком всех приведенных выше моделей является их ситуационно-зависимый характер. Для обеспечения качества получаемых прогнозов необходима их скрупулезная начальная настройка, часто достигаемая лишь путем подгонки, оптимизации исходных данных или внесения корректирующих поправок. В свою очередь это порождает сложности с последующей интерпретацией получаемых результатов. По этой причине их эффективное использование часто бывает недоступно специалистам предметной области (финансистам, экономистам) и требует привлечения специалистов по математическому моделированию, анализу данных и машинному обучению. Последние же, к сожалению, в свою очередь могут не обладать глубокими познаниями в экономике и финансах, позволяющими формулировать и аргументировать собственные выводы. В итоге это приводит к невозможности полноценного использования инструментов моделирования вследствие общего недоверия к результатам работы моделей.

В настоящей работе была использована модель из библиотеки с открытым исходным кодом Prophet, разработанная для языков Python и R командой Facebook's Core Data Science team [\[9\]](#). Ядро процедуры Prophet реализовано на вероятностном языке

программирования Stan [\[10\]](#) с использованием принципов байесовской статистики. Согласно проведенным тестам, данная библиотека хорошо работает с рядами данных, имеющими ярко выраженные сезонные и трендовые эффекты, устойчива к отсутствию данных и сдвигам в тренде, достаточно хорошо справляется с выбросами, и в целом имеет существенно более низкую ошибку в сравнении с прочими методами автоматического прогнозирования временных рядов [\[11\]](#).

С точки же зрения практического применения, важнейшим отличительным качеством библиотеки Prophet является то, что для ее использования от аналитика не требуется глубокого знания математических методов и предсказательного моделирования, нет необходимости в предварительном глубоком исследовании исходного ряда данных, приведения его к стационарному виду, подборе начальных приближений и гиперпараметров алгоритма и т.д. Все это существенно облегчает использование модели, делая ее доступной для прикладных специалистов-практиков в сфере экономики и финансов, а не только математиков или аналитиков.

### **Построение краткосрочных прогнозов финансовых макропоказателей при помощи AR-модели**

В качестве примера рассмотрим задачу краткосрочного прогнозирования динамики валового внутреннего продукта (ВВП) и денежной массы (M2) на основе данных за последние 10 лет (с января 2013 г. по декабрь 2022 г. включительно).

Необходимые исторические данные представлены в отчетах Федеральной службы государственной статистики (Росстат) «Валовой внутренний продукт (в текущих ценах)» [\[12\]](#) и «Денежная масса M2 (национальное определение)» [\[13\]](#). Здесь сразу следует отметить, что эти данные представлены с различной периодичностью (ВВП – ежеквартальные значения нарастающим итогом по состоянию на конец квартала, M2 – ежемесячные фиксированные значения по состоянию на конец месяца), а также что в статистике показателя M2 отсутствуют данные за февраль-декабрь 2018 г. и октябрь-ноябрь 2022 г. Эти обстоятельства существенно затруднили бы построение прогноза в случае использования какого-либо метода отличного от Prophet. Выполним прогноз показателей ВВП и M2 до конца 2023 года (см. соответственно рисунок 1 и рисунок 2).

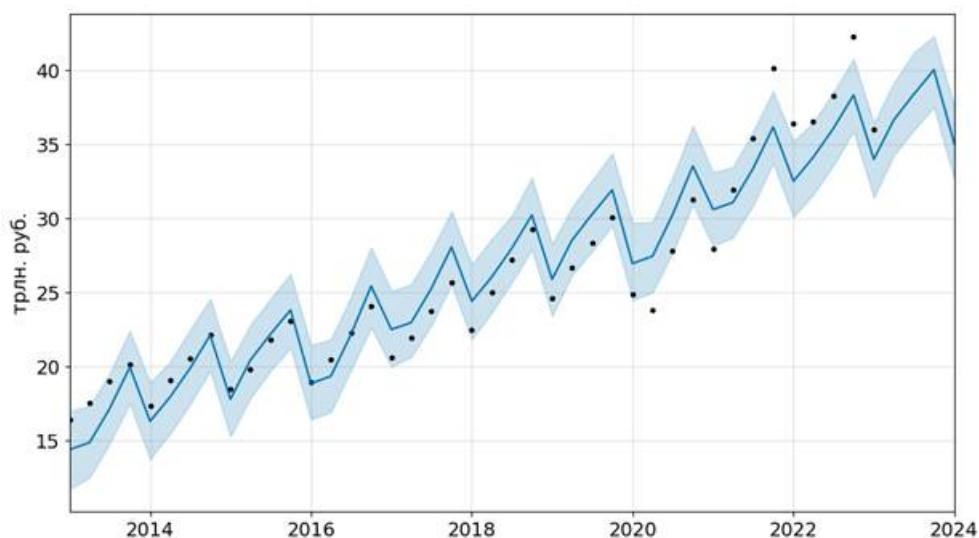


Рисунок 1. Прогноз динамики показателя ВВП (рассчитано автором)



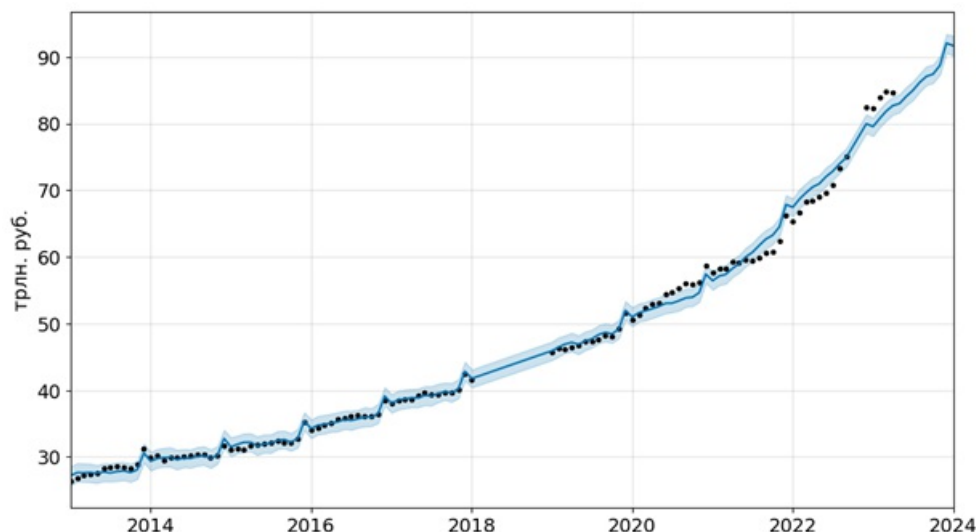


Рисунок 2. Прогноз динамики показателя М2 (рассчитано автором)

Таким образом, согласно построенного прогноза, возможный прирост ВВП в 2023 г. (по отношению к 2022 г.) вряд ли превысит 3,6% (что будет эквивалентно величине 158,7 трлн. руб.). Однако при этом сохраняется высокая вероятность околонулевого роста или даже падения ВВП на величину порядка –2,9% (то есть до 148,9 трлн. руб.). Таким образом, даже с учетом кризисной ситуации у нашей страны сохраняется определенная вероятность выполнения изначально заложенных планов экономического развития [\[14\]](#) однако велики и риски скатывания в рецессию. При этом величина средней абсолютной процентной ошибки прогнозирования (MAPE), рассчитанной согласно распространенной методологии оценки качества прогнозов [\[8\]](#) составила 6,3%, что является признаком достаточно высокого качества построенного прогноза.

В тоже время в опубликованной Банком России последней на момент написания статьи версии среднесрочного прогноза [\[15\]](#) представлен существенно более узкий прогнозный коридор, с одной стороны предполагающий более консервативный рост ВВП (не более чем на 2,5%), но при этом совсем не предполагающий его падения. Такое расхождение можно объяснить тем, что рассмотренная прогнозная модель отражает инерционное развитие, то есть динамику изменения показателей в условиях сохранения существующих тенденций факторных зависимостей и отсутствии серьезных финансовых, внешне и внутри политических «возмущений». Прогноз же Банка России учитывает, кроме того, и вероятные регуляторные воздействия, не всегда явные и очевидные для стороннего наблюдателя.

В то же время, согласно построенного прогноза, объем денежной массы будет неуклонно увеличиваться. При сохранении существующих тенденций к концу 2023 г. значение денежного агрегата М2 может возрасти на 19,7% достигнув величины 84,9 трлн. руб. При этом вероятный разброс роста составляет от 17,7% до 21,7%. В этом случае величина средней абсолютной процентной ошибки прогнозирования (MAPE) [\[8\]](#) составляет 1,5%, что является признаком очень высокого качества прогноза. Также полученный нами прогноз практически полностью совпадает со среднесрочным прогнозом Банка России [\[15\]](#), предполагающим рост денежной массы на 17–21%.

#### **Оценка потенциала финансирования проектов структурной модернизации экономики**

Имея прогнозные значения показателей ВВП и М2, появляется возможность оценки

одного из важнейших показателей национальной экономики – коэффициента ее монетизации, в зарубежной литературе более известного как «коэффициент Маршалла» («Marshallian K») и определяемого как отношение денежной массы (M2) к валовому внутреннему продукту (ВВП) [16]:

$$\text{Коэффициент монетизации экономики} = \frac{M2}{ВВП}$$

Отметим, что для корректности расчета необходимо использовать величину M2 усредненную за период, аналогичный периоду расчета ВВП.

Коэффициент монетизации отражает степень обеспеченности экономики деньгами (то есть ее насыщенность ликвидными активами, способными выполнять функции средства платежа) и, по сути, позволяет увязать в единой модели финансовый и реальный сектора экономики.

Мировая практика показывает, что в рыночной экономике для нормального обеспечения деятельности экономических агентов необходима монетизация на уровне не ниже 50%. Снижение монетизации ниже этого порога ведет к падению экономики, росту бартера и взаимозачетов ввиду отсутствия полноценной возможности денежных расчетов, а также росту теневого сектора экономики, расчеты в котором осуществляются посредством альтернативных финансовых инструментов (например, криптовалют). Для обеспечения полноценных инвестиций в основной капитал уровень монетизации экономики должен быть уже не ниже 80%. Общепринятым же ориентиром монетизации для развитых стран является уровень 150% [16].

Целым рядом ученых было доказано, что высокая монетизация экономики позволяет снизить ставки по кредитам и повысить их доступность [17], повысить ликвидность и капитализацию финансового рынка [18], и, что особо актуально в нашей ситуации, стабилизировать инфляцию и стимулировать экономический рост [19]. Последнее становится особенно важным ввиду обозначенных Правительством амбициозных целей по модернизации и реструктуризации экономики страны в основе реализации которых лежат масштабные национальные программы и федеральные проекты (мегапроекты) [20].

В таблице (см. таблицу 3) приведены данные по монетизации экономики различных стран за 2020 г., структурированные и классифицированные в соответствии с рассмотренным выше подходом.

Таблица 3. Уровень монетизации экономики некоторых стран (составлено автором на основе [16])

Уровень монетизации	Страна	M2 / ВВП
Высокий (более 150%)	Китай	215,6 %
	Япония	206,7 %
Нормальный (от 80% до 150%)	Великобритания	133,6 %
	Франция	118,0 %
	Германия	103,0 %
	США	91,7 %
Низкий (от 50% до 80%)	ЮАР	63,2 %
	Россия	55,0 %
	Бразилия	52,3 %

Критический (менее 50%)	Индонезия	44,7 %
	Индия	23,4 %

Уровень монетизации во многом определяет возможность государства заимствовать деньги на внутреннем рынке [\[21\]](#). Видно, что наша страна в 2020 г. относилась к странам с низкой монетизацией экономики, что говорит об ограниченной возможности по наращиванию страной своего внутреннего долга.

Согласно построенным прогнозам показателей ВВП и М2, ожидаемый уровень монетизации российской экономики в 2023 г. повысится и может достигнуть 62%. Однако в текущих экономических условиях, ввиду закрытия доступа к международным рынкам капиталов и частичной блокировки резервов, этого роста может оказаться недостаточно для обеспечения полного и своевременного финансирования заявленных национальных проектов и государственных программ. Таким образом, весьма вероятно, что объявленные Правительством нашей страны планы по структурной модернизации национальной экономики, буду испытывать дефицит финансирования, что может поставить под угрозу возможность их выполнения в установленные сроки. Напротив, рост уровня монетизации экономики будет способствовать росту инвестиционной активности внутри страны и позволит создать объем необходимых сегодня «длинных денег» (то есть долгосрочных инвестиций) при одновременном снижении стоимости кредитования.

Таким образом перед Центральным Банком Российской Федерации и Министерством финансов Российской Федерации сегодня возникает сложная компромиссная задача – при соблюдении условий по таргетированию инфляции, обеспечить целенаправленное регулирование объема денежной массы с доведением монетизации экономики до необходимого уровня.

Здесь необходимо отметить, что данные задачи имеют различный горизонт – задача таргетирования инфляции носит краткосрочный характер (должна решаться уже сейчас), тогда как задача обеспечения устойчивого развития посредством насыщения экономики деньгами может быть плавно растянута во времени. В этой связи важная роль должна быть отведена регуляторной функции призванной обеспечить соблюдение целевого характера проводимой денежной эмиссии и перекрывая возможность перетока ликвидности на рынок спекулятивных инструментов (валюта, производные финансовые инструменты и т.п.) или на внешние финансовые рынки, и не позволяя этим деньгам уйти в сферу конечного потребления повышая тем самым спрос и, соответственно, инфляцию. Одним из возможных направлений этого может быть, например, введение сегментарного коэффициента резервирования, пониженного для промышленного сектора (чтобы стимулировать рост производства) и повышенного для потребительского сектора (чтобы сдерживать инфляцию).

## Заключение

Таким образом аддитивные регрессионные модели являются действенным инструментом для прогнозирования финансовых показателей макроуровня. При этом ситуация, в которой наша страна оказалась сегодня, только повысила ценность прогнозных данных, сделав быстроту и легкость их получения залогом своевременного и адекватного реагирования на возникающие новые вызовы.

Использованная библиотека Prophet показала достаточную точность, позволив провести

не только моделирование динамики отдельных индикаторов (ВВП или М2), но и получить косвенную оценку имеющегося у нашей страны потенциала финансирования своего экономического развития.

Установлено, что несмотря на возможность положительной экономической динамики, уровень монетизации экономики остается низким и может оказаться тормозящим фактором для развития страны. Такая ситуация, очевидно, идет в разрез с планами Правительства по модернизации национальной экономики. С целью исправления ситуации необходимо продолжить совершенствование проводимой государством денежно-кредитной политики.

## Библиография

1. Вертакова Ю.В. Обзор экономических подходов и моделей для прогнозирования ВВП // Экономика и управление. 2016. № 2 (124). С. 22–29.
2. Абдикеев Н.М., Пашенко Ф.Ф., Гусев В.Б., Иванюк В.А., Гринева Н.В., Кузнецов Н.В., Маликова О.И., Кузнецов В.И. Моделирование долгосрочного социально-экономического развития России. М.: КноРус, 2019. 218 с.
3. Liu H., Chan W.S. Forecasting the GDP Growth Rate Using Mixed-Frequency Data // International Journal of Forecasting. 2019. No. 35(3). Pp. 1002–1015.
4. Матросов В.В., Шалфеев В.Д., Моделирование экономических и финансовых циклов: генерация и синхронизация // Известия вузов. 2021. Том 29. Вып. 4. С. 515–537.
5. Прогнозирование и модельный аппарат // Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: [http://www.cbr.ru/dkp/system\\_p/](http://www.cbr.ru/dkp/system_p/) (дата обращения: 21.07.2023).
6. Руководство по квартальным национальным счетам // Международный валютный фонд. [Электронный ресурс]. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/qna/pdf/2017/QNAManual2017RUS.pdf> (дата обращения: 21.07.2023).
7. Friedman J.H. Stuetzle W. Projection Pursuit Regression // Journal of the American Statistical Association. 1981. No. 76. Pp. 817–823.
8. Лукашин Ю.П. Адаптивные методы краткосрочного прогнозирования временных рядов. – М.: Финансы и статистика, 2003. 416 с.
9. Prophet: Automatic Forecasting Procedure. [Electronic resource]. URL: <https://pypi.org/project/prophet/> (date of access: 21.07.2023).
10. Stan Development Team. [Electronic resource]. URL: <https://mc-stan.org/> (date of access: 21.07.2023).
11. Taylor S.J., Letham B. Forecasting at scale // PeerJ Preprints. [Electronic resource]. 2017. URL: <https://peerj.com/preprints/3190/> (date of access: 21.07.2023).
12. Валовой внутренний продукт (кварталы) // Федеральная служба государственной статистики. [Электронный ресурс]. URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP\\_kvartal\\_s1995.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_kvartal_s1995.xlsx) (дата обращения: 21.07.2023).
13. Денежная масса М2 (национальное определение) // Единая межведомственная информационно-статистическая система. [Электронный ресурс]. URL: <https://fedstat.ru/indicator/37697> (дата обращения: 21.07.2023).
14. Оценка прогноза социально-экономического развития Российской Федерации на период 2019–2024 годов / В.В.Масленников, Д.Е.Сорокин и др. // Финансы: теория и

- практика. 2019. Т. 23. № 5. С. 126–130.
15. Среднесрочный прогноз Банка России // Центральный банк Российской Федерации. [Электронный ресурс]. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast\\_230721.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast_230721.pdf) (дата обращения: 21.07.2023).
16. Zenchenko S., Strielkowski W., Smutka L., Vacek T., Radyukova Y., Sutyagin V. Monetization of the Economies as a Priority of the New Monetary Policy in the Face of Economic Sanctions // Journal of Risk Financial Management. 2022. Vol. 15. No. 140. [Electronic resource]. URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/3/140> (date of access: 21.07.2023).
17. Горюнов Е.Л. Монетизация экономики: показатель, который ничего не показывает // Вопросы экономики. 2023. № 3. С. 126–158.
18. Тосунян Г.А. Резервы для эффективного использования финансовой системы есть // Вестник Финансового университета. 2016. Т. 20. № 1(91). С. 8–14.
19. Глазьев С.Ю. Особое мнение члена Национального финансового совета о проекте «Основных направлений единой государственной денежно-кредитной политики на 2020 год и период 2021-2022 годов» Банка России // Российский экономический журнал. 2019. № 6. С. 3–25.
20. Пленарное заседание Петербургского международного экономического форума // Президент России. 16 июня 2023 года. [Электронный ресурс]. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/71445> (дата обращения: 21.07.2023).
21. Минаков А.В., Лапина С.Б., Влияние уровня монетизации национальной экономики на макроэкономические показатели // Российский экономический вестник. 2020. Том 3. № 2. С. 123–130.

## Результаты процедуры рецензирования статьи

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Прогнозирование является неотъемлемым элементом управления экономическими системами. Оно позволяет определить перспективы роста, тенденции процессов возможности и рычаги влияния на них, поэтому экономической наукой так много внимания уделяется его развитию. Прогнозированием финансовых макропоказателей в России занимаются не только Правительство и Центральный банк, но и научные центры и корпоративный сектор, поскольку это направление прогнозирования позволяет определить параметры рыночного равновесия и ключевое соотношение для финансовой деятельности-«риск-доходность», а значит, оценивать перспективы финансовых результатов как конечной цели деятельности коммерческих структур. Представленная статья посвящена исследованию проблем использования аддитивных регрессионных моделей для краткосрочного прогнозирования финансовых макропоказателей.

Заголовок статьи в целом соответствует содержанию. Однако, обратим внимание автора на то, что в заголовок вынесено также «...и оценка потенциала финансирования мегапроектов». При этом данный аспект в статье раскрыт недостаточно, лишь по касательной однажды упоминает мегапроекты в тексте. Конечно, потенциал их финансирования не проанализирован и не раскрыт. Рекомендуем автору исключить эту фразу из заголовка, либо дополнить текст статьи соответствующими результатами исследования.

В статье выделены разделы с подзаголовками, что соответствует требованиям журнала

«Финансы и управление». Во «Введении» автор делает попытку обоснования значимости и актуальности выбранного направления исследования. Стандартные для введения научных статей элементы, такие как цель, задачи, научная новизна, практическая значимость и т.п. отсутствуют. Автору необходимо дополнить статью этими элементами. В разделе «Аддитивные регрессионные модели для прогнозирования финансовых макропоказателей» автор даёт общую характеристику таких моделей, рассматривает наиболее популярные из них - модель Хольта-Винтерса, модель Тейла-Вейджа, модель Фреймана-Тьюки, модель ARIMA, а также методы и прикладные инструменты прогнозирования. Раздел «Построение краткосрочных прогнозов финансовых макропоказателей при помощи AP-модели» посвящён непосредственно описанию результатов авторского исследования по прогнозированию ВВП и денежной массы М2, которые оценены автором по состоянию на 2023 г. на основе данных Росстата. В разделе «Оценка потенциала финансирования проектов структурной модернизации экономики» автор рассчитывает коэффициент монетизации экономики России, сравнивает его с другими странами и обосновывает вывод о том, что существующий уровень монетизации не достаточен для финансирования модернизации национальной экономики, но повышение денежной массы идёт в разрез с политикой инфляционного таргетирования Банка России. В «Заключении» автор фиксирует выводы по результатам исследования.

В исследовании использованы как общенаучные методы - анализ, синтез, сравнение, восхождение от абстрактного к конкретному и т.д., так специальные экономические методы - корреляционно-регрессионный анализ, прогнозирование, моделирование, динамический и коэффициентный анализ.

Актуальность выбранной темы очевидна. В условиях турбулентности экономического развития, неопределённости последствий санкционного давления и рыночных ограничений вопросам экономического прогнозирования в России стадо уделяться ещё больше внимания, и особенно развитию его методологии. Краткосрочное прогнозирование финансовых макропоказателей очень востребовано в этой связи со стороны как государства, так и корпоративного и частного сектора. С развитием технологий развиваются и методы прогнозирования. Сегодня популярность получают модели на основе искусственного интеллекта, нейросетевых технологий, способные обрабатывать большие массивы данных. Аддитивные регрессионные модели при этом не теряют своей актуальности.

Практическая значимость исследования представляется высокой. Результаты могут быть интересны как органам государственной власти, так и институциональным инвесторам. Вместе с тем автором в статье практическая значимость не сформулирована в явном виде.

Автором не сформулированы пункты научной новизны исследования. Полагаем, что элементы приращения научного знания в статье присутствуют, статью следует дополнить авторским видением научной новизны. Это повысит привлекательность исследования для широкой читательской аудитории журнала.

Стиль статьи является научным, соответствует требованиям журнала.

Автор активно использует иллюстративный материал, что повышает восприятие результатов исследования читателями. Статья содержит 2 рисунка и 3 таблицы. Библиография представлена 21 зарубежными и отечественными источниками, что не соответствует требованиям журнала. На все источники имеются ссылки по тексту статьи. Требуется расширить перечень источников. В статье не удалось развернуть научную полемику, обзор литературы как таковой отсутствует. Вместе с тем, перспективы развития научного дискурса имеет сопоставление результатов применим аддитивных регрессионных моделей различными авторами.

К преимуществам статьи следует отнести следующее. Во-первых, актуальность и значимость выбранного направления исследования. Во-вторых, наличие иллюстративного материала, повышающего уровень восприятия материала читателями. В-третьих, высокое качество интерпретации полученных результатов. К недостаткам статьи стоит отнести следующее. Во-первых, отсутствие сформулированных в явном виде элементов научной новизны, а также практической значимости. Во-вторых, необходимость корректировки раздела «Введение» и дополнение его формализованными элементами. В-третьих, необходимость конкретизации заголовка статьи. В-четвертых, необходимость расширения библиографического списка в соответствии с требованиями журнала.

Заключение. Представленная статья посвящена исследованию проблем использования аддитивных регрессионных моделей для краткосрочного прогнозирования финансовых макропоказателей.

Статья отражает результаты авторского исследования и может вызвать интерес читательской аудитории. Статья может быть принята к публикации в журнале «Финансы и управление» после устранения указанных по тексту настоящей рецензии замечаний.



Финансы и управление

*Правильная ссылка на статью:*

Лян Ю. — Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений // Финансы и управление. – 2023. – № 2. DOI: 10.25136/2409-7802.2023.2.40780 EDN: TYRLLV URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=40780](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=40780)

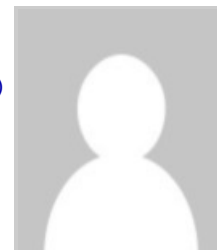
## Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений

Лян Юньсяо

аспирант, кафедра финансового менеджмента, Московский государственный университет (МГУ)  
имени М. В. Ломоносова

121357, Россия, Московская область, г. Москва, ул. Кременчугская, 11

✉ [yliyananan@yandex.ru](mailto:yliyananan@yandex.ru)



[Статья из рубрики "Организация бизнеса"](#)

### DOI:

10.25136/2409-7802.2023.2.40780

### EDN:

TYRLLV

### Дата направления статьи в редакцию:

18-05-2023

**Аннотация:** Получившая развитие в современных условиях такая новая форма реорганизации предприятий, как слияния и поглощения, имеет много положительных сторон для бизнеса, в том числе экономия на ресурсах, рост доли на рынке и многое другое. Однако не все сделки слияний и поглощений имеют высокую эффективность, некоторые из них оказываются неудачными. Причиной этому являются разнообразные факторы, воздействующие на эффективность сделок слияний и поглощений. Исследованию указанных факторов посвящена данная статья. В статье рассмотрены сущность и основные характеристики сделок слияний и поглощений. Проанализирована динамика объема и территориальная представленность сделок слияний и поглощений в мире в 2015-2022 годах. На основе зарубежного и отечественного опыта автором были выявлены и систематизированы факторы, которые оказывают влияние на уровень эффективности сделок слияний и поглощений и способствуют его повышению. Автором были выделены две группы факторов, способствующих наибольшей эффективности сделок слияний и поглощений: факторы повышения эффективности на первоначальном этапе; факторы повышения эффективности на этапе реализации и последующего сопровождения сделки. Детальная проработка и планирование факторов, входящих в

указанные группы, будет способствовать наиболее эффективной реализации сделки слияний и поглощений, а также повышению ее эффективности в будущем.

**Ключевые слова:**

слияние компаний, поглощение компаний, сделки слияния, сделки поглощения, стратегии слияния, стратегии поглощения, эффективность, показатели экономической эффективности, эффективность сделок, совместные предприятия

**Введение**

Стремление извлекать больше пользы и извлекать ее быстрее становится все более актуальным для современных компаний. Для достижения глобального успеха применяются сделки слияний и поглощений. Достоверность данного исследования обеспечивается обширным эмпирическим материалом и системой его изучения. Исследование основано на трудах российских и зарубежных экономистов, посвященных оценке эффективности сделок слияния и поглощения, а также факторам способствующим повышению эффективности таких сделок. Методы исследования: логический и ретроспективный анализ, контент-анализ, сравнение, описание, систематизация, сопоставление, оценка, анализ и классификация, графический метод.

**Сущность, преимущества сделок слияний и поглощений. Тенденции в мире.**

Сделки слияния и поглощения (сделки M&A от англ. Mergers & Acquisitions – слияние и поглощение) предполагают несколько направлений: поглощение конкурента, поглощение цепочки своего бизнеса, портфельная стратегия (создание портфеля компаний).

Преимуществами слияния и поглощений для компаний являются следующие: рост доли на рынке, укрепление конкурентной позиции; большая вероятность достижения высоких показателей за короткий промежуток времени за счёт усилий обеих сторон; возможность покупки недооценённых активов, новых технологий, опыта; приобретение отлаженной системы сбыта, возможность выхода компании на новые географические рынки сбыта; уменьшение издержек производства и рост прибыли, повышение эффективности за счет эффекта масштаба [\[2, 4, 11\]](#).

Наиболее часто встречающимися причинами, стимулирующими осуществление сделок слияний и поглощений, являются:

1. Доступ к ресурсам – дополнительным средствам, интеллектуальной собственности, новым возможностям.
2. Доступ к рынкам – близость к клиентам на зарубежных рынках, одобрение регулирующих органов для работы.
3. Снижение рисков – устранение некоторых рисков в результате совместной работы [\[11\]](#).

Несмотря на то, что данный инструмент существует уже давно, своего рекордного уровня он достиг в 2021 году, сумма сделок составила 5,69 трлн долл. (рис. 1).

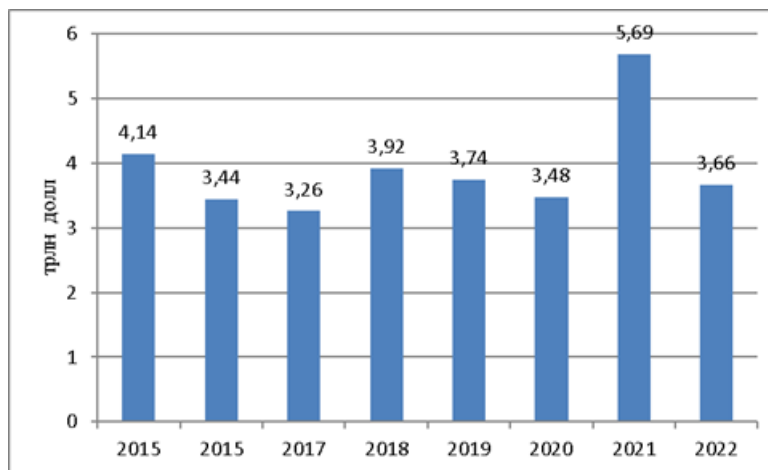


Рисунок 1 – Динамика объема сделок слияний и поглощений в мире в 2015-2022 гг.

Источник: составлено по данным [\[9, 10\]](#).

Как видим, в 2021 году произошёл беспрецедентный скачок объема сделок слияний и поглощений с 3,48 трлн долл. до 5,69 трлн долл., то есть на 63,5%. Этому способствовали низкие процентные ставки, резкий рост объема привлечения прямых инвестиций и стремление компаний реагировать на более широкие изменения в своих отраслях. При этом общее количество сделок за 2021 год выросло на 22% к уровню 2020 года и достигло 59,75 тыс. сделок [\[9\]](#). В 2022 году сумма сделок слияний и поглощений значительно сократилась – до 3,66 трлн долл.

Самым активным сектором реализации сделок слияний и поглощений в 2022 году, как и в 2021 году, являлся сектор высоких технологий, на который пришлось 894 млрд долл. Кроме того, следует отметить сделки слияний и поглощений в здравоохранении (на сумму 326 млрд долл.), сделки на финансовом рынке (на сумму 284 млрд долл. и в сфере недвижимости на сумму 282 млрд долл. [\[8\]](#).

Согласно распределению сделок слияний и поглощений по регионам в мире, наибольший объем таких сделок в 2022 году пришелся на США, в которых объем сделок слияний и поглощения составил 1530,1 млрд. долл. (рис. 2).

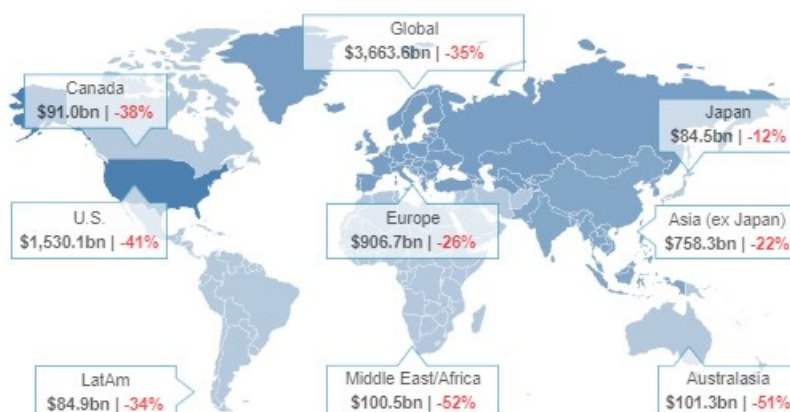


Рисунок 2 – Территориальное распределение сделок слияний и поглощений в 2022 году в мире

Источник: [\[10\]](#).

Также необходимо отметить европейские и азиатские страны, на которые приходится

906,7 млрд. долл. и 758,3 млрд. долл. сделок слияний и поглощений.

Таким образом, такой инструмент реорганизации компаний, как сделки слияний и поглощений, получил активное развитие в 2021 году и продолжается развиваться до сих пор. Этому способствуют определенные факторы.

### **Факторы, способствующие повышению уровня эффективности сделок слияний и поглощений**

В общепринятой трактовке эффективность представляет собой показатель, выражающий соотношение эффекта с затратами, которые способствовали получению данного эффекта. В переводе с иностранного языка эффективность трактуется как некий результат, достигнутый при осуществление каких-либо усилий [\[3, с. 238\]](#).

Следовательно, к факторам, имеющим положительное влияние на эффективность сделок слияний и поглощений, необходимо отнести такие факторы, которые касаются достижения целей указанных сделок (эффекта), а также усилий (различных видов ресурсов), затраченных на их осуществление.

Наиболее распространёнными показателями экономической эффективности деятельности любого предприятия, в том числе предприятия, образованного в результате слияний и поглощений, являются абсолютные и относительные показатели результативности деятельности. Во-первых, это абсолютный показатель результативности - положительный финансовый результат – прибыль, а во-вторых, относительный показатель – рентабельность деятельности [\[3, с. 239\]](#). Поэтому, прежде всего, повышение эффективности сделок слияний и поглощений выражается в росте показателей прибыли и рентабельности предприятий, образованных в результате таких сделок.

Обзор зарубежных и отечественных источников позволил выявить следующие факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений, способствующие росту прибыли и рентабельности предприятий. Данные факторы считаем целесообразным распределить на две группы в соответствии с этапом осуществления сделки:

1. Факторы повышения эффективности сделки на первоначальном этапе.
- 2 . Факторы повышения эффективности на этапе реализации и последующего сопровождения сделки.

На первоначальном этапе в процессе планирования сделок слияния и поглощения были выявлены следующие факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений.

1. Определение четких стратегических целей.
2. Выбор правильного партнера.
3. Определение доли участия в конечном предприятии.
4. Определение структуры конечного предприятия и модели деятельности.
5. Выбор сильной, согласованной команды руководителей.
6. Создание структуры управления эффективностью деятельности.
7. Планирование возможных изменений и реорганизации в результате неэффективной деятельности.

Далее представлена более подробная характеристика указанных факторов.

#### 1. Определение четких стратегических целей.

Сделки слияний и поглощений могут использоваться для достижения весьма разных целей, например, того же широкого спектра стратегических целей, что и приобретения и отчуждения акций, будь то избавление от непрофильных активов или стимулирование инноваций. Определение желаемого конечного результата сделки слияния и поглощения позволяет каждому партнеру оценить осуществимость и стратегическое соответствие деятельности конечной компании первоначальным целям [\[1, 5\]](#). Например, в процессе слияния две компании по производству металла создали совместное предприятие для совместного строительства и эксплуатации интегрированного завода. Компания А сосредоточилась на переработке руды и производстве изделий из железа, в то время как компания В работала в качестве добытчика руды. В результате создания совместного предприятия компания А получила гарантированные 20-летние поставки руды и снизила риск волатильности цен на руду. Компания В получила гарантированный рынок сбыта и цену на свою руду, одновременно получая высококачественную и недорогую продукцию из железа от компании А. Конечное предприятие в результате сделки слияния было успешным во многом потому, что оба партнера заранее определили и согласовали взаимодополняющие стратегические цели.

#### 2. Выбор правильного партнера.

Партнер может изменить траекторию деятельности конечного предприятия, поэтому выбор идеального партнера особенно важен после определения стратегии. В некоторых случаях выбор подходящего партнера определяется его владением критически важным активом, таким как присутствие на рынке или интеллектуальный капитал [\[1, 6\]](#). Например, если один партнер хочет выделить активы для продажи, то финансовый партнер, обладающий ресурсами и успешной репутацией, может оказаться правильным выбором. В данном случае также необходимо обратить внимание на культурные факторы, так как они играют большую роль в дальнейшей деятельности конечной компании. Столкновение культур не обязательно должно останавливать сделку; однако знание о его существовании указывает на необходимость более детальных предварительных переговоров и согласования вопросов управления и мониторинга эффективности. Существенные компоненты должны быть согласованы до подписания сделки. Как показывает практика, отсрочка принятия этих решений потребует больше времени и ресурсов и часто оставляет у обеих сторон ощущение, что их обманули. С другой стороны, несоответствие культур позволяет перенимать опыт местной компании в осуществлении продаж с учетом потребностей и менталитета населения, что способствует однозначному повышению эффективности конечного предприятия [\[12\]](#).

#### 3. Определение доли участия в конечном предприятии.

Партнерам необходимо проводить на данном этапе независимую оценку, а затем обговорить стоимость первоначальных взносов в совместное предприятие. Для повышения эффективности реализации сделок необходимо сначала согласовать концептуальную основу для оценки вклада, который каждая сторона внесет в сделку (например, интеллектуальная собственность, предоставляемые услуги, рыночные отношения) [\[2, 5\]](#).

#### 4. Определение структуры конечного предприятия и модели деятельности.

Партнеры по совместному предприятию должны принимать решения о структурировании и операционной модели заранее, а не на этапе реализации сделки. Частью этого должен быть план достижения целевой операционной модели с указанием целевых сроков и финансовых обязательств, отраженных в соглашении о партнерстве. Это служит еще одной проверкой затрат и ожидаемой стоимости, связанных с транзакцией [\[5, 7\]](#).

#### 5. Выбор сильной, согласованной команды руководителей.

Основная проблема, с которой сталкивается исполнительная команда формируемого в результате слияния или поглощения предприятия, заключается в отсутствии согласованности с целями предприятия. Это происходит тогда, когда члены команды приходят из первоначальных компаний и сохраняют лояльность к своей организации, а не к вновь созданной. Это часто усугубляется отсутствием единой идентичности команды – некоторые совместные предприятия формируются очень быстро, и команда собирается наспех, практически не имея возможности определить эффективную модель взаимодействия. Потенциальные решения этой проблемы могут быть реализованы на начальных этапах создания совместного предприятия: Необходимо инвестировать в подбор команды, чтобы генеральный директор мог выбирать своих непосредственных подчиненных из числа внутренних и внешних кандидатов [\[1, 6\]](#). Также в данном случае необходимо наладить стимулирование успеха конечного предприятия. Например, увязать вознаграждение исполнительной команды с результатами деятельности конечного предприятия. Кроме того, необходимо инвестировать в тимбилдинг, проводить формальное управление изменениями и инициативы по тимбилдингу, определяя карьерный путь. Руководящая команда конечного предприятия должна быть целеустремленной и иметь согласованные стимулы, направленные на достижение целей вновь созданного предприятия.

#### 6. Создание структуры управления эффективностью деятельности

До запуска совместного предприятия крайне важно определить подробные показатели эффективности и целевые показатели, а также указать, как они будут рассчитываться и представляться в отчетности. Первоначальный набор показателей может быть определен на этапе стратегического планирования и может помочь в выборе партнера. Например, если один потенциальный партнер хочет сосредоточиться на росте, в то время как другой сосредоточен на получении денежных средств, это будет отражено в показателях и может помочь выявить несоответствие целей с самого начала [\[5\]](#).

Не менее важным, чем определение первоначального набора показателей, является создание механизма для изменения показателей в соответствии со сменой стратегических приоритетов и изменениями на рынке. В большинстве случаев изменения должны быть согласованы и одобрены правлением (с участием всех партнеров). Определяя показатели эффективности партнерства, партнерам необходимо договориться отслеживать и отчитываться, а также привязывать вознаграждение к чистому доходу [\[6\]](#).

#### 7. Планирование возможных изменений и реорганизации в результате неэффективной деятельности.

Наиболее важным фактором, отличающим совместное предприятие от другой сделки слияния и поглощения, является то, что структура совместного предприятия рассчитана на изменение. Совместные предприятия успешно функционируют на протяжении десятилетий, и в большинстве случаев они развиваются. Например, партнер продает свою долю или полностью разрывает отношения, успешно достигнув (или не достигнув)

стратегических целей. Чтобы совместное предприятие и партнеры могли оперативно реагировать на изменения на рынке, стратегия выхода должна быть подробно определена в рамках соглашений о сделке. Надежная стратегия выхода, как правило, включает в себя следующие компоненты: триггеры выхода (например, контрольная дата, падение показателей производительности ниже целевого уровня); сценарии выхода (например, передача или процентная ставка, принудительная продажа или IPO, сворачивание деятельности); подход к оценке (например, использование нейтральной третьей стороны для проведения оценки, обращение к партнеру, допустившему дефолт) [2, 7]. Наиболее успешные партнеры по предприятию, созданному при слиянии или поглощении, будут ежегодно оценивать, продолжает ли продолжает достигать своих стратегических целей и по-прежнему оптимально использует инвестированные активы.

Ко второй группе факторов повышения эффективности на этапе реализации и последующего сопровождения сделки целесообразно отнести такие, как [2, 5, 7]:

- продажа собственной доли с целью дальнейшего вложения полученных средств в развитие бизнеса;
- учет и контроль принципиально разных идеологий, которых придерживаются компании (например, консервативная и инновационная);
- контроль процессов навязывания собственной политики одной компании, которая негативно отражается на эффективности другой;
- уход лидера одной из объединяемых компаний после совершения сделки.

Обобщая вышесказанное, на рисунке 3 систематизируем выявленные факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений.

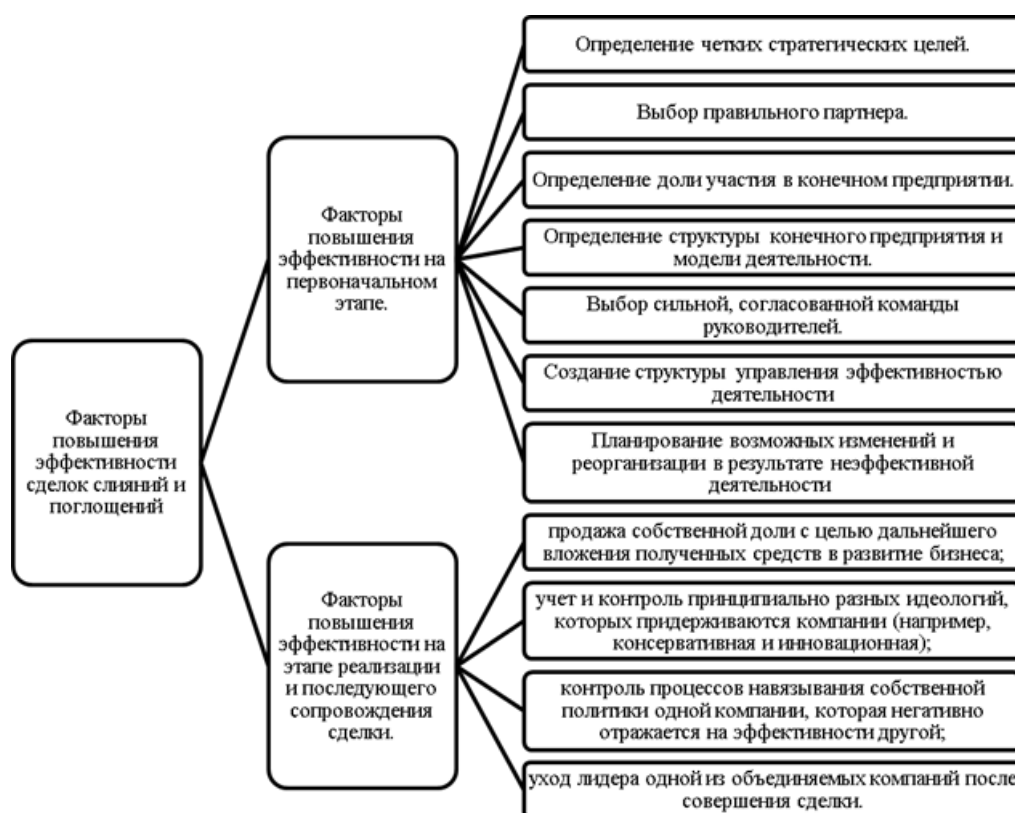


Рисунок 3 - Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений

Источник: составлено автором



## Заключение

В статье рассмотрены сущность и основные характеристики сделок слияний и поглощений. Проанализирована динамика объема и территориальная представленность сделок слияний и поглощений в мире в 2015-2022 годах. На основе зарубежного и отечественного опыта выявлены и систематизированы факторы, которые оказывают влияние на уровень эффективности сделок слияний и поглощений и способствуют его повышению. Автором были выделены две группы факторов, способствующих наибольшей эффективности сделок слияний и поглощений: факторы повышения эффективности на первоначальном этапе; факторы повышения эффективности на этапе реализации и последующего сопровождения сделки. Детальная проработка и планирование факторов, входящих в указанные группы, будет способствовать наиболее эффективной реализации сделки слияний и поглощений, а также повышению ее эффективности в будущем.

## Библиография

1. Волкова А. Д. Влияние сделок слияния и поглощения на глобальную экономику в XXI веке / А. Д. Волкова // Современные проблемы лингвистики и методики преподавания русского языка в ВУЗе и школе. 2022. № 37. С. 756-758.
2. Захарова Н. Д. Влияние сделок слияний и поглощений на стоимость компаний / Н. Д. Захарова, В. Р. Ким, И. А. Езангина // Молодой ученый. 2017/ № 2 (136). С. 424-427.
3. Крикливец А. А. Понятие эффективности в экономической науке / А. А. Крикливец, П. С. Сухомыро // Молодой ученый. 2019. № 2 (240). С. 238-239.
4. Овчинникова Л.С. Особенности рынков слияний и поглощений на примере России и Китая // Международная торговля и торговая политика. 2019. №3 (19). С. 83-102.
5. Степанова А. К. Слияния и поглощения как эффективный инструмент антикризисного управления в современных условиях развития экономики России / А. К. Степанова // Стратегии бизнеса. 2022. Т. 10, № 4. С. 94-97.
6. Темукуева Ж. Х. Подходы к анализу эффективности сделок слияний и поглощений: преимущества и недостатки / Ж. Х. Темукуева // Конкурентоспособность в глобальном мире: экономика, наука, технологии. 2023. № 2. С. 285-287.
7. Тогузова И. З. Анализ сделок слияний и поглощений: российский и мировой опыт / И. З. Тогузова, З. Г. Дряева // Актуальные вопросы современной экономики. 2022. № 2. С. 186-191.
8. 10 крупнейших сделок 2022 года в мире // РБК. URL: <https://www.rbc.ru/economics/08/01/2023/63a2ee429a794701251e8d78> (дата обращения: 15.04.2023).
9. Broughton K. M&A Likely to Remain Strong in 2022 as Covid-19 Looms Over Business Plans // The Wall Street Journal. URL: [https://www.wsj.com/articles/m-a-likely-to-remain-strong-in-2022-as-covid-19-looms-over-business-plans-11640255406?mod=article\\_inline](https://www.wsj.com/articles/m-a-likely-to-remain-strong-in-2022-as-covid-19-looms-over-business-plans-11640255406?mod=article_inline) (date of application: 15.04.2023).
10. Investment Banking Scorecard // Moneybeat. URL <http://graphics.wsj.com/investment-banking-scorecard> (date of application: 15.04.2023).
11. Ruggeri Ch. Joint ventures and partnerships // Deloitte. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/ma-joint-ventures-alternative-structure-transactions.html> (date of application: 15.04.2023).
12. The importance of organizational culture in M&A // Deloitte. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/importance->

of-organizational-culture-in-m-and-a.html (date of application: 15.04.2023)

## Результаты процедуры рецензирования статьи

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Предметом исследования в рецензируемой статье выступают Факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений.

Методология исследования базируется на обобщении обширного эмпирического материала, анализе статистического материала и результатах изучения работ российских и зарубежных экономистов, посвященных оценке эффективности сделок слияния и поглощения, с применением таких методов как логический и ретроспективный анализ, сравнение, систематизации и классификации, визуализация данных и их графическое представление информации.

Актуальность работы авторы связывают с тем, что современном мире для достижения глобального успеха все чаще применяются сделки слияний и поглощений.

Научная новизна рецензируемого исследования, по мнению рецензента, состоит в выявлении и систематизации факторов, влияющих на уровень эффективности сделок слияний и поглощений в современных условиях.

В статье структурно выделены следующие разделы: Введение; Сущность, преимущества сделок слияний и поглощений. Тенденции в мире; Факторы, способствующие повышению уровня эффективности сделок слияний и поглощений; Заключение, Библиография.

В статье проведен анализ динамики объема сделок слияний и поглощений в мире в 2015-2022 гг., рассмотрено географическое распределение сделок слияний и поглощений по регионам в мире; перечислены причины, стимулирующие осуществление сделок слияний и поглощений. Далее авторы, опираясь на зарубежные и отечественные публикации, рассматривают факторы повышения эффективности сделок слияний и поглощений, способствующие росту прибыли и рентабельности предприятий, выделяют, во-первых, факторы повышения эффективности сделки на первоначальном этапе (определение четких стратегических целей, выбор правильного партнера, определение доли участия в конечном предприятии, определение структуры конечного предприятия и модели деятельности, выбор согласованной команды руководителей, создание структуры управления эффективностью деятельности, планирование возможных изменений и реорганизации в результате неэффективной деятельности), во-вторых, факторы повышения эффективности на этапе реализации и последующего сопровождения сделки (продажа собственной доли с целью дальнейшего вложения полученных средств в развитие бизнеса; учет и контроль принципиально разных идеологий, которых придерживаются компании; контроль процессов навязывания собственной политики одной компании, которая негативно отражается на эффективности другой; уход лидера одной из объединяемых компаний после совершения сделки). Библиографический список включает 12 источников – публикации отечественных и зарубежных ученых по теме статьи, на которые в тексте имеются адресные ссылки, подтверждающие наличие апелляции к оппонентам.

Следует высказать и замечание: на рисунке 2 воспроизводится ранее опубликованная инфографика – вряд ли стоит дублировать этот рисунок в публикации, достаточно сделать ссылку на первоисточник, ведь авторского вклада в этой части работы нет никакого.

Статья соответствует направлению журнала «Финансы и управление», содержит элементы научной новизны и практической значимости, может вызвать интерес у

читателей, может быть опубликована после доработки в соответствие с высказанным замечанием .

Финансы и управление

*Правильная ссылка на статью:*

Тихонова А.В. — Выявление приоритетных механизмов налогового регулирования индивидуальных предпринимателей методом лабораторного эксперимента // Финансы и управление. – 2023. – № 2. DOI: 10.25136/2409-7802.2023.2.43692 EDN: TZOWFB URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=43692](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=43692)

## Выявление приоритетных механизмов налогового регулирования индивидуальных предпринимателей методом лабораторного эксперимента

Тихонова Анна Витальевна

ORCID: 0000-0001-8295-8113

кандидат экономических наук

доцент, ведущий научный сотрудник, Департамент налогов и налогового администрирования,  
Финансовый университет

127083, Россия, г. Москва, ул. Верхняя Масловка, 15, каб. 507

✉ [samozvanka\\_89@bk.ru](mailto:samozvanka_89@bk.ru)



[Статья из рубрики "Налогообложение физических лиц"](#)

### DOI:

10.25136/2409-7802.2023.2.43692

### EDN:

TZOWFB

### Дата направления статьи в редакцию:

02-08-2023

**Аннотация:** Одной из национальных целей России, реализация которых запланирована к 2030 году, является снижение уровня бедности в два раза – до 6,6% населения, или на 9,5 млн чел. Значимым источником снижения уровня бедности является развитие индивидуальной предпринимательской инициативы и стимулирование самозанятости. Указанное обстоятельство и определило цель настоящего исследования – выявить важность отдельных фискальных факторов в открытии собственного бизнеса и развитии предпринимательства. В качестве методической основы статьи использован лабораторный эксперимент, проведенный в студенческой среде и дополнительно апробированный на действующих предпринимателях и самозанятых. В работе описаны результаты лабораторного эксперимента, который нацелен на определение приоритетных механизмов налогового регулирования индивидуальных предпринимателей. Научная новизна исследования представлена по двум направлениям. 1. Усовершенствован методический подход к реализации лабораторных экспериментов в налоговой сфере. В частности, обоснована объективность результатов,

полученных по данным студенческой выборки. 2. Выявлены приоритетные направления налогового стимулирования предпринимательской инициативы. Правительство Российской Федерации, Министерство финансов и Федеральная налоговая служба Российской Федерации, Министерство экономического развития Российской Федерации, иные заинтересованные органы государственной власти и управления могут использовать результаты исследования при определении путей развития налоговой политики Российской Федерации в части совершенствования налогообложения индивидуального предпринимательства.

**Ключевые слова:**

экспериментальная экономика, лабораторный эксперимент, НДФЛ, налоговые каникулы, налоговые льготы, предпринимательство, поведенческая экономика, налоговая нагрузка, бизнес, опросная анкета

**Введение**

Предпринимательство, по мнению Европейской комиссии, представляет собой способность человека трансформировать бизнес-идею в реальную эффективную экономическую деятельность. Этот процесс предполагает творчество, инициативу, новаторство и принятие риска. Под предпринимательскими компетенциями понимаются способности наряду со знаниями в сфере деятельности. Таким образом, в целом предпринимательство следует рассматривать как состояние сознания, которое предлагает основу для социальной и экономической деятельности человека [\[1, 2\]](#).

Выявление предпринимательских способностей физических лиц, а также факторов, этому препятствующих, является одним из актуальных направлений исследования в отечественной и зарубежной практике. При этом в качестве метода изучения часто используется лабораторный эксперимент, позволяющий изучить как поведенческие, так и финансово-административные аспекты предпринимательства. Это дало обоснование провести собственный лабораторный эксперимент.

Цель исследования - выявить важность отдельных фискальных факторов в открытии собственного бизнеса и развитии предпринимательства.

**Методы исследования**

Представленный в настоящем исследовании эксперимент составлен в форме сопряженного парного профиля, которым пользуются для проведения лабораторного эксперимента отечественные и зарубежные ученые. Более подробно о целесообразности использования такой формы анкеты и ее соответствии целям эксперимента написано в Отчете о НИР «Применение методологии налоговых экспериментов в образовательном процессе для определения оптимального уровня налоговой нагрузки на физических лиц» (рук. Тихонова А.В.) [\[3\]](#).

При формировании выборки для проведения эксперимента мы использовали результаты научной работы румынских ученых А. Muntean и I. Gavrilă-Păven, которые обосновали необходимость реализации базы данных выпускников и получения от них информации об их профессиональной жизни [\[4\]](#). Исследование авторов является отправной точкой для долгосрочного проекта по определению профессионального развития выпускников,

особенно в первые годы после выпуска. По этой причине в исследование были включены студенты 3-4 курсов, обладающие профессиональными знаниями, для выявления их предпринимательских мотивов, а также выпускники, окончившие университет год или два назад для наблюдения за профессиональной траекторией в первые годы после выпуска. Анкета для этих двух групп расположена по ссылке: <http://simpoll.ru/run/survey/86dd3c09>. В дополнение к этому третья группа испытуемых – действующие самозанятые и индивидуальные предприниматели, которые будут отвечать только на ту часть вопросов эксперимента, которая позволяет оценить приоритетность налоговых инструментов. Анкета расположена по ссылке: <http://simpoll.ru/run/survey/d86ebdd5>. Такой избирательный подход обоснован тем фактом, что третья группа – это люди, уже проявившие свои предпринимательские способности на практике, сопоставление результата их опроса с ответами первых двух групп позволит соотнести ожидания людей от налоговой системы и реальное отношение бизнеса.

Участие в лабораторном эксперименте предполагает прохождение четырех элементов опросной анкеты в один этап. Первая часть анкеты включает 7 закрытых вопросов, посвященных предпринимательским способностям и стремлениям респондентов. Она позволяет погрузить испытуемых в атмосферу «предпринимательства» и нацелена на получение более конкретных и достоверных ответов о роли налоговых инструментов в развитии малого бизнеса. Первый вопрос «Хотели бы вы заняться предпринимательской деятельностью (своим делом)?» был задан студентам, чтобы разделить выборку на тех, у кого есть предпринимательские цели, и тех, у кого их нет. Студенты и предприниматели, ответившие «да», были приняты в качестве потенциальных предпринимателей.

Вторая часть – это экспериментальный элемент опроса, в рамках которого испытуемые погружаются в 4 абстрактные ситуации. Ситуации отличаются друг от друга только одним признаком, это позволит оценить роль этого признака в принятии решения об открытии предпринимательского дела. Важно отметить, что использованы наиболее простые формулировки в ситуациях и вопросах анкеты, так как его проходят непрофессионалы в области экономики и налогообложения. Вторая часть анкеты позволяет проанализировать предпринимательский бриколаж.

В первой ситуации респонденту предлагают погрузиться в следующую ситуацию: *представьте, что вы физическое лицо, которое, работая по найму, отложило на банковский счет сумму в 3 млн рублей. Вы проживаете в Москве. У вас нет своего жилья (вы арендуете квартиру). Вы живете в стране в условиях санкционных ограничений (соответствуют текущим экономическим условиям)*. Последовательно в 2-4 ситуациях изменялись по очереди следующие признаки: наличие собственного жилья (так как этот фактор способен существенно повлиять на направление инвестирования собственных средств физическими лицами) и экономические условия (наличие или отсутствие санкций).

Следует также отметить, что первоначальная сумма инвестирования – 3 млн рублей – также выбрана не случайно. Согласно исследованию, проведенному в 2021 году Тинькофф-банком [5], 3 млн рублей – это самый дорогой способ покупки готового малого бизнеса (в сфере ремонта автомобилей). Иные способы инвестирования (создание самостоятельного бизнеса «с нуля» без наемных работников и с наемной рабочей силой) в других отраслях потребует значительно меньший объем финансовых средств. С другой стороны, согласно официальной информации, представленной Сбербанком России, средний размер ипотечного взноса за квартиру в этот же период составил 1,9 млн руб.

[6]. Таким образом, для лиц, склонных к предпринимательству, даже в условиях отсутствия собственного жилья будет возможным часть денежных средств (из предложенных 3 млн руб.) направить в собственный бизнес.

По итогам каждой из четырех ситуаций респонденты должны ответить последовательно на два вопроса:

1. Готовы ли вы открыть свое дело в текущей ситуации (вид деятельности – любой вами выбранный):

А) да

Б) нет

В) не знаю

2. Какую сумму из отложенных 3 млн рублей вы готовы инвестировать в свое дело (сумму укажите в рублях от 0 до 3000000)?

Третья часть лабораторного эксперимента посвящена выявлению роли налоговых факторов в развитии предпринимательства. Мы намеренно разместили ее во второй половине эксперимента, так как респонденты в этот момент оказываются максимально погруженными в экспериментальные условия. Анкета третьей части включала в себя общие вопросы о налоговом администрировании, регистрации и постановке на учет в качестве предпринимателя, налоговых льготах субъекту малого и среднего предпринимательства, а также о некоторых других инструментах стимулирования. В качестве основы использован инструмент, разработанный американскими экономистами, представителями Кливлендского государственного университета Spicer M. W. И Becker L. A. [7], и названный «шкалой налогового сопротивления». Данные для третьей части нашего исследования были собраны с использованием анкет, применяемых к первоисточникам. Анкета, состоящая из двадцати одного (21) утверждения, была разработана для оценки отношения налогоплательщиков к налогам. Для обозначения принципиального согласия или несогласия с предлагаемыми утверждениями была предложена пятибалльная шкала Лайкерта (от 1 с полным несогласием до 5 с полным согласием):

5 баллов - полностью согласен,

4 балла - согласен,

3 балла - затрудняюсь ответить,

2 балла - не согласен,

1 балл - полностью не согласен.

Анкета состояла из вопросов трех типов (рисунок 1).





Источник: составлено и доработано автором на основании [\[8\]](#).

Рисунок 1– Структура третьей части анкеты лабораторного эксперимента

Структура анкеты основана на работах А.П. Вяткина и доработана с учетом ряда авторских предположений в поведенческих мотивах налогоплательщиков. Вопросы разных блоков перемешаны между собой, что нацелено на повышение правдивости ответов испытуемых на вопросы. Наличие такой анкеты позволяет получить представление об уровне налоговой культуры респондента, что ценно при подведении результатов эксперимента [\[9\]](#). Кроме того, ряд вопросов не содержит прямого указания на налоги, но позволяет оценить эффективность налогового регулирования субъектов малого и среднего бизнеса. Например, вопрос 21 третьей части анкеты «Я считаю, что индивидуальному предпринимателю сложнее найти крупных партнеров», позволяет оценить роль освобождения от НДС во взаимодействии предпринимателей с крупным бизнесом.

Последняя группа вопросов представлена в третьей части анкеты для того, чтобы снять эмоциональное напряжение участников. Она не предполагает оценки «хорошее» или «плохое» поведение. По этой причине мы заменили вопросы Киреенко А.П. третьего блока на аналогичные нейтральные по сути и содержанию, но позволяющие выявить еще ряд поведенческих мотивов налогоплательщиков.

После оценки всех предыдущих элементов опроса участникам предлагалось заполнить короткую анкету с информацией о них (четвертая часть эксперимента).

Следует дать некоторые пояснения по структурному содержанию анкеты. Во-первых, для оценки роли налоговых регуляторов в стимулировании предпринимательства обязательна предварительная оценка наличия предпринимательских инициатив у респондентов в принципе. В связи с чем первые две части анкеты нацелены на выявление предпринимательской инициативы как таковой, а третья – на оценку роли налоговых инструментов. При этом 16 из 21 вопроса третьей части анкеты напрямую связаны с налогами, 2 (9 и 13) позволяют определить место налогов среди других инструментов, 1 (15) определяет институциональное доверие к государству и 2 (2 и 17) выявляют отношение респондентов к регистрации себя в качестве субъекта бизнеса.

## Результаты

Реализация лабораторного эксперимента осуществлялась с 18 апреля 2022 года по 25

июля 2022 года. В опросе уже приняли участие студенты, а также бывшие выпускники Финансового университета, РГАУ-МСХА им. К.А. Тимирязева г. Москвы, студенты регионов России (Ярославль, Владивосток, Краснодар). Всего - 234 студента 3-4 курса и 34 выпускника. В эксперименте приняли участие и 109 индивидуальных предпринимателя и самозанятых. Для сбора информации с последней группы анкета была размещена в социальных сетях, на страницах региональных ассоциаций молодых предпринимателей студентов и выпускников, а также на предпринимательском бизнес-форуме.

Важно отметить, что в эксперименте участвовали студенты экономических (Налоги и налогообложение, Таможенное регулирование и налоговый контроль, Государственные и муниципальные финансы и т.п.) и неэкономических специальностей (Прикладная информатика в экономике, Информационные системы и технологии в бизнес-аналитике, Агрономия). Рассмотренная выборка репрезентативна для специальностей вуза, но не репрезентативна на региональном уровне. Это исследование является шагом в создании базы данных со всеми студентами ВУЗов России и их мотивацией стать предпринимателями или вовремя следовать своей карьере. Автор исследования посчитал хорошей отправной точкой анализ студентов экономического и неэкономического профиля на предмет их потенциала в развитии собственного бизнеса. Более подробно структура выборки представлена в таблице 1.

Таблица 1 – Структура респондентов – участников лабораторного эксперимента

	Текущие студенты	Выпускники	ИП и самозанятые	Итого
Всего	234	34	109	377
По профилю образования				
1. Налоговое или таможенное	81	8	14	103
2. Экономическое (финансы, банки, бухгалтер, страхование, аудит и т.д.)	94	8	48	150
3. Техническое (информационные системы, прикладная информатика, инженерия, электрика и т.п.)	58	16	32	106
4. Прочее (социология, реклама, политология, медицина, искусство)	1	2	15	18
По возрасту				
1. До 20 лет	18	0	6	24
2. 20-30 лет включительно	216	33	58	307
3. 30-40 лет включительно	0	1	17	18
4. Старше 40 лет	0	0	28	28
По наличию опыта наемной работы				
1. Не имею	87	1	11	99
2. Имею до 1 года	81	4	27	112

3. Имею от 1 до 5 лет	65	25	38	128
4. Имею свыше 5 лет	1	4	33	38

Источник: составлено автором самостоятельно.

Содержащийся в исследовании лабораторный эксперимент ставит своей целью определить роль налоговых инструментов в стимулировании предпринимательской деятельности (а не поддержке уже действующего предпринимательского бизнеса). В этой связи основными респондентами является именно студенческая аудитория, а не предприниматели. Обоснованность применения студенческой среды также более подробно представлена в Отчете о НИР «Применение методологии налоговых экспериментов в образовательном процессе для определения оптимального уровня налоговой нагрузки на физических лиц» [3]. Предприниматели и самозанятые добавлены в категорию респондентов лишь для того, чтобы сопоставить мнение потенциальных предпринимателей с действующими, и оценить ожидания от налоговых стимулов с их реальной оценкой действующими. Таким образом, низкая доля опрошенных предпринимателей не влияет на результаты эксперимента.

Детальный анализ состава и структуры выборки по различным категориям позволил оценить «правдивость» по ряду контрольных вопросов. Например, соотнести возраст респондента, опыт работы и его статус (студент, выпускник или предприниматель / самозанятый). В целом анализ показал, что ответы респондентов правдивы, а потому могут быть подвергнуты количественной и качественной обработке. При дальнейшей обработке данных инструментами интеллектуального анализа основные расчеты будут проведены на обучающей выборке текущих студентов (234 человека), а потом дополнительно проверяться по данным двух оставшихся выборок. Важно отметить, что разделение респондентов по профилю образования и опыту работы состоятельно (по числу респондентов), что в последствии позволит оценить влияние этих факторов на наличие предпринимательской инициативы.

Характеристика общего стремления к предпринимательству представлена в таблице 2.

Таблица 2 – Структура студентов и выпускников по общему стремлению к предпринимательству

	Текущие студенты	Выпускники	Итого
Всего	234	34	268
Наличие желания заняться предпринимательским делом:			
- есть	177	19	196
- нет	21	11	32
- сомнение	36	4	40
Наличие желания заняться предпринимательским делом при отсутствии санкций:			
- есть	184	17	201
- нет	17	11	28
- сомнение	33	6	39
Готовность к ненормируемому рабочему дню:			
- есть	118	28	146
- нет	9	0	9
- сомнение	107	6	113

Готовность изучать нормативные документы о предпринимательской деятельности:			
- есть	194	27	221
- нет	40	7	47

Источник: составлено автором самостоятельно.

Как показывают данные таблицы 2, в целом большая часть респондентов имеет желание заняться предпринимательским делом независимо от наличия или отсутствия санкций. При этом последние оказывают разное влияние на поведение текущих студентов и выпускников: первые в условиях санкций в большей степени готовы заняться своим бизнесом, чем при их отсутствии, в то время как вторые – такое стремление теряют. Наличие собственного бизнеса часто, особенно в первые годы его существования, приводит к ненормируемому рабочему дню, поэтому важно было оценить готовность к этому респондентов. Эксперимент показал, что выпускники более готовы к ненормируемому графику, в то время как текущие студенты при наличии стремления к предпринимательству не всегда желают работать в таком ритме (только 118 человек из 184).

В связи с тем, что основной целью эксперимента было определение приоритетных механизмов налогового регулирования индивидуальных предпринимателей, необходимо первоначально определить место и значимость этих механизмов в системе государственного регулирования. Для этого респондентам было предложено оценить важность инструментов государственной поддержки для развития предпринимательской инициативы. Результаты такого опроса отражены в таблице 3.

Таблица 3 – Результаты оценки инструментов государственной поддержки предпринимательской инициативы (1 – самый значимый, 4 – самый незначимый)

Оценка	Текущие студенты	Выпускники	ИП и самозанятые	Итого
Всего	234	34	109	377
Количество оценок стоимости аренды имущества				
1	58	13	23	94
2	69	6	21	96
3	60	9	38	107
4	47	6	27	80
Количество оценок налоговых льгот				
1	75	11	44	130
2	55	13	29	97
3	60	6	18	84
4	44	4	18	66
Количество оценок доступных кредитов				
1	64	8	25	97
2	74	12	32	118
3	46	9	25	80
4	50	5	27	82
Количество оценок возможности получения бюджетных денег				
1	61	9	28	98
2	49	7	21	77
3	48	10	22	80

4	76	8	38	122
---	----	---	----	-----

Источник: составлено автором самостоятельно.

Если оценивать совокупную оценку предлагаемых инструментов поддержки предпринимателей, то респонденты расположили их следующим образом (в порядке уменьшения значимости): налоговые льготы, доступные кредиты, стоимость аренды имущества, получение бюджетных денег (субсидий, грантов и других форм). При этом единогласие было достигнуто только в отношении доступных кредитов, которым все три категории респондентов отдали 2 место по значимости. При этом на первое место действующие студенты и предприниматели поставили налоговые льготы, а выпускники большее предпочтение отдали льготной стоимости аренды имущества. По позициям прочих инструментов поддержки расхождений не выявлено.

Для последующей оценки налоговых факторов, влияющих на предпринимательскую инициативу, респонденты были разделены на три категории:

- 1) предприниматели – это участники, которые в задаваемых ситуациях готовы были вложить в свой бизнес все 3 млн руб.;
- 2) непредприниматели – это участники, которые не готовы были в рамках предлагаемых ситуаций вкладывать какие-либо имеющиеся денежные средства в свой бизнес;
- 3) неопределившиеся предприниматели – респонденты, которые в зависимости от различных условий готовы были инвестировать различный объем финансовых ресурсов в собственное дело.

Более подробно такое распределение по текущим студентам представлено в таблице 4.

Таблица 4 – Распределение предпринимателей и непредпринимателей в зависимости от заданных ситуаций по текущим студентам

Описываемая ситуация	Категория респондента		Готовность открыть свой бизнес		
	Предприниматель	Непредприниматель	да	нет	не знаю
Нет жилья, есть санкции	9	69	86	101	47
Нет жилья, нет санкций	14	32	166	40	28
Есть жилье, есть санкции	19	43	145	48	41
Есть жилье, нет санкций	41	15	204	14	16

Источник: составлено автором самостоятельно.

В первую очередь отметим, что количество неопределившихся текущих студентов существенно во всех 4-х ситуациях (варьируется от 156 до 188 человек или от 67 до 80% соответственно). При этом экономические санкции и общая экономическая ситуация в стране в разной степени влияют на предпринимательскую инициативу в зависимости от наличия жилья у физического лица или его отсутствия. Так, при наличии собственного

жилья дополнительно инвестировать в свой бизнес в благоприятной экономической ситуации согласилось на 17 человек больше, чем при его отсутствии. Улучшение жилищных условий при текущих санкционных общеэкономических условиях повлияло на положительное желание инвестировать у 36 респондентов, в то время как при благоприятной экономической ситуации у 44 человек. Согласились инвестировать в предпринимательское дело дополнительно при изменении двух факторов (улучшении жилищных условий и экономической ситуации в стране) 86 человек.

Аналогичное распределение было реализовано по выпускникам, его результаты представлены в таблице 5.

Таблица 5 – Распределение предпринимателей и непредпринимателей в зависимости от заданных ситуаций по выпускникам

Описываемая ситуация	Категория респондента		Готовность открыть свой бизнес		
	Предприниматель	Непредприниматель	да	нет	не знаю
Нет жилья, есть санкции	1	15	11	16	7
Нет жилья, нет санкций	0	11	15	11	8
Есть жилье, есть санкции	5	12	15	11	8
Есть жилье, нет санкций	6	6	23	6	5

Источник: составлено автором самостоятельно.

В первую очередь отметим, что количество неопределившихся выпускников существенно во всех 4-х ситуациях, в среднем оно составило 20 человек из 34. Прочие тенденции и выводы, обоснованные данными таблицы 4.4, подтверждены и результатами опроса выпускников.

Для выбора конкретных механизмов стимулирования предпринимательской активности с помощью парной корреляции (между ответами на желание открыть свой бизнес и оценками утверждений третьей части анкеты) были обозначены утверждения, имеющие наибольшее значение коэффициентов (как минимум 0,1 – по шкале Чеддока). Результаты представлены в таблице 6.

Таблица 6 – Корреляционная оценка параметров третьей части анкеты

	Студенты		
	Санкции	Без санкций	Санк
В России предпринимателю легко найти подробную информацию о том, какие налоги платит бизнес (бизнесмен) и какие существуют льготные налоговые режимы для малого бизнеса (ИЛИ для стартапов)	-0,06	-0,05	-(

Я точно знаю, как зарегистрировать бизнес и мне не потребуется помощь специалиста.	-0,06	-0,03	-(
Малый бизнес и индивидуальные предприниматели практически не подвергаются проверкам со стороны налоговых органов.	-0,05	0,00	-(
Информация о том, к кому и как можно обратиться за разъяснением сложного налогового законодательства, присутствует в открытом доступе и легко находится.	0,00	0,04	-(
Я готов начать бизнес при условии, что в течение первых 3-х лет мне не нужно будет платить никакие налоги.	-0,21	-0,18	-(
При выборе налогового режима для своего бизнеса я обращусь за советом (помощью) к друзьям или родителям (родственникам, которые уже имеют свой бизнес).	-0,02	-0,10	-(
Я знаю, какие специальные налоговые режимы может применять индивидуальный предприниматель.	-0,07	-0,11	-(
Я готов отказаться от вычетов по НДФЛ, чтобы работать на специальных налоговых режимах.	-0,07	-0,13	-(
Я готов вести свой бизнес, если будет уверенность, что государство в случае необходимости защитит меня от мошенников и взяточников.	-0,14	-0,19	-(
Государство обо мне знает, и я важен для государства.	0,07	-0,07	(
Я готов к тому, что, если в бизнесе пойдет что-то не так, я могу лишиться всего своего имущества.	-0,10	-0,06	-(
Если при открытии и ведении бизнеса у меня возникнут вопросы по расчету и уплате налогов, я знаю куда и к кому мне можно обратиться за помощью.	-0,06	-0,09	-(
Если я буду исправно платить налоги, а налоговые органы выступят моим поручителем для получения кредита в банке, я с удовольствием воспользуюсь этой возможностью.	-0,01	-0,11	-(

Источник: составлено автором самостоятельно.

Корреляционная матрица строилась по данным оценки шкалы Лайкерта третьей части анкеты (где 5 – максимально положительная оценка, а 1 – максимально отрицательная) и ответами о готовности открытия бизнеса (1 – да, 2 – нет, 3 – затрудняюсь ответить). Таким образом, отрицательный знак корреляции говорит о наличии прямой связи между готовностью к предпринимательству и положительной оценкой налоговых регуляторов. Для целесообразности дальнейшего использования результатов эксперимента при достаточно низких значениях коэффициента корреляции в таблице 6 (наличие слабой и умеренной тесноты связи) результаты эксперимента сопоставлены с образовательными

профилями студентов (коэффициенты рассчитаны отдельно для двух групп – экономисты и неэкономисты). В результате чего коэффициенты корреляции увеличились. Выявлено, что студенты экономических профилей обучения, оценивающие в целом положительно налоговые инструменты и проявляющие большую осведомленность о предпринимательской среде, тем не менее проявили большую осторожность при инвестировании собственных средств в бизнес (в рамках экспериментальной части опроса). Студенты же неэкономических профилей высоко оценили те же инструменты при этом увеличивая объемы инвестиций в бизнес. Кроме того, неэкономисты более высоко оценили роль льготного кредитования и возможности поручительства налоговых органов по кредитам, стабильности налогового законодательства, сокращения налоговых проверок, разъяснительной политики ФНС России, а также помощи окружающих родственников и друзей по вопросам налогового консультирования (все на уровне умеренной тесноты связи).

### **Выводы**

Эксперимент показал, что выделяемыми респондентами (во время санкций и без них, с учетом результатов анализа внутри образовательных профилей) инструментами стимулирования предпринимательской инициативы являются:

- налоговые каникулы (освобождение от ряда налогов на три года);
- государственная защита от мошенничества и взяточничества.

К влияющим на предпринимательские решения инструментам поддержки выпускники также отнесли:

- информирование о действующих условиях налогообложения;
- количество налоговых проверок малого бизнеса;
- отказ от налоговых вычетов по НДФЛ при удобстве специальных налоговых режимов;
- налоговое консультирование (по оценкам выпускников – это самый значимый фактор, однако его роль значительно более высоко оценена в санкционных условиях. Это косвенно подтверждает сложность процедур получения налоговых преференций, а также необходимость дальнейшего развития института налогового консультирования);
- возможность поручительства налоговых органов по кредитам.

В ходе эксперимента был получен и еще ряд значимых выводов. Во-первых, респонденты возлагают большие надежды на кредитные источники финансирования в основном в условиях отсутствия санкций и экономического кризиса. Во-вторых, их пугает краткосрочный характер ряда налоговых льгот, введенных в пандемийных и санкционных ограничениях. Получается, с одной стороны, такие стимулы поддерживают действующие бизнес-структуры, с другой, вызывают недоверие у тех физических лиц, которые еще только планируют заняться предпринимательством.

Важно отметить, что ответы действующих предпринимателей и самозанятых соответствовали ответам студентов (коэффициент корреляции 0,8) и выпускников (коэффициент корреляции 0,87), что позволяет отметить значимость указанных выше инструментов и определить дальнейшие векторы развития инструментов налогового стимулирования индивидуальной предпринимательской инициативы. Кроме того, высокая степень соответствия результатов опроса студентов и предпринимателей обосновывает объективность результатов лабораторных экспериментов на базе студенческого



сообщества, которая ранее неоднократно подвергалась сомнению особенно в исследованиях зарубежных ученых [\[10-14\]](#).

## Библиография

1. Education and training in Europe. 2020 – the contribution of education and training to economic recovery, growth and jobs, European Commission, 2013. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52012XG1219%2802%29> (дата обращения 12.04.2023 г.)
2. European Framework for Key Competences, European Commission, 2006. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:394:0010:0018:en:PDF> (дата обращения 01.04.2023 г.)
3. Отчет о НИР «Применение методологии налоговых экспериментов в образовательном процессе для определения оптимального уровня налоговой нагрузки на физических лиц». 2021 год. Финансовый университет. 106 с. Регистрационный номер ЦИТИС 221070600060-0.
4. Muntean A., Gavrilă-Păven I. Why Would Young Students Choose Entrepreneurship? // Annals of the "Constantin Brâncuși" University of Târgu Jiu, Economy Series. 2012. No. 4/2012. Pp. 180-186.
5. Исследование: сколько стоит начать свой бизнес в России // Тинькофф журнал. 28.05.2021. – URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/how-open-small-biz/> (дата обращения: 17.04.2023).
6. «Сбер» назвал средний размер первоначального взноса по ипотеке / Официальный сайт РБК. 24.03.2021. – URL: <https://realty.rbc.ru/news/605b1f4f9a79474f1e34ee54> (дата обращения: 17.04.2023).
7. Spicer, M. W., Becker, L. A. Fiscal inequity and tax evasion: An experimental approach// National Tax Journal. 1980. No. 33(2). Pp. 171-175.
8. Kireenko A. P., Nevzorova E. N., Kireyeva A. F., Filippovich A. S., Khoroshavina E. S. Lab experiment to investigate tax compliance: the case of future taxpayers' behavior in Russia and Belarus // Journal of Tax Reform – 2018.-Vol. 4, No. 3. Pp. 266–290.
9. Noor Hazlina Ahmad, Aizat Mohd Nasurdin, Hasliza Abdul Halim, Seyedeh Khadijeh Taghizadeh The Pursuit of Entrepreneurial Initiatives at the "Silver" Age: From the Lens of Malaysian Silver Entrepreneurs // Procedia-Social and Behavioral Sciences.-2014. No. 129. Pp. 305-313.
10. Майбуров И.А. Массовый оппортунизм налогоплательщиков как следствие отсутствия в нашем обществе налоговой морали // Налоги и финансовое право. 2012. № 9. С. 179–192.
11. Alm J. Measuring, explaining, and controlling tax evasion: lessons from theory, experiments, and field studies // International Tax and Public Finance. – 2012. Vol. 19. No. 1. Pp. 54–77.
12. Torgler B. Speaking to theorists and searching for facts: Tax morale and tax compliance in experiments // Journal of Economic Surveys. 2002. Vol. 16. No. 5. Pp. 657–683.
13. Torgler B. Tax compliance and tax morale: a theoretical and empirical analysis. Cheltenham, UK. 2007.
14. Hite P. A. An examination of the impact of subject selection on hypothetical and self-reported taxpayer noncompliance // Journal of Economic Psychology. 1988. No. 9. Pp. 445–466.

## Результаты процедуры рецензирования статьи

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Одной из проблем научного поиска в экономике является отсутствие прямой связи с реальными потребностями хозяйствующих субъектов. Эту проблему призвано решить в том числе проведение лабораторных экспериментов, социологических исследований, гемба и т.п. Лабораторные эксперименты открывают широкое поле в сфере исследований малого и микро бизнеса, где большое число участников рынка не всегда позволяет на основе индивидуальных исследований получить репрезентативные результаты. Развитие цифровых технологий позволяет снизить затраты на проведение экспериментов по сравнению с полевыми исследованиями. Определение приоритетов малого и микро бизнеса, идентификация наиболее востребованных инструментов государственной поддержки, финансовых услуг и т.д. позволяет сформировать направления совершенствования государственной поддержки развития субъектов малого предпринимательства, что очень важно для России как страны с высоким потенциалом развития предпринимательства в условиях кризисных явлений в экономике. Представленная статья посвящена исследованию возможностей применения методологии лабораторного эксперимента – опроса студентов как потенциальных будущих предпринимателей – для поиска направлений совершенствования инструментов преференциального налогообложения для поддержки бизнеса.

Заголовок статьи соответствует содержанию.

В статье выделены разделы с подзаголовками, что соответствует требованиям журнала «Финансы и управление». В статье выделены 4 раздела: «Введение», «Методы исследования», «Результаты», «Выводы», что соответствует классическим требованиям к структуре научной статьи. Во «Введении» автор обосновывает значимость и актуальность выбранного направления исследования, ставит цель. «Цель исследования - выявить важность отдельных фискальных факторов в открытии собственного бизнеса и развитии предпринимательства». Полагаем, что формулировка цели может быть улучшена, в т.ч. за счет уточнения методологии исследования, замены фразы «выявить важность» на, например, «выявление востребованности». В разделе «Методы исследования» автор подробно описывает метод лабораторного эксперимента с его ограничениями и возможностями применения и интерпретации, а также структуру вопросов анкеты. Раздел «Результаты» посвящен непосредственно описанию полученных результатов лабораторного эксперимента. Повышает его качество обоснование значимости выборки студентов в качестве респондентов как экономических, так и неэкономических специальностей с определением возможностей их сопоставления, а также сравнения с результатами эксперимента по действующим предпринимателям. В завершении статьи автор фиксирует выводы по результатам исследования. Наибольший интерес представляет ранжирование инструментов государственной поддержки бизнеса по степени их востребованности будущими предпринимателями, а также подтверждение значимости доступности заемного капитала для малого и микробизнеса.

Методологическую основу исследования составляют анализ, синтез, восхождение от абстрактного к конкретному, логический и исторический метод, а также иные общенаучные методы. Среди специфических экономических методов использованы корреляционно-регрессионный и структурный анализ. Основу методической базы исследования сформировал метод лабораторного эксперимента. Представленный в исследовании эксперимент составлен в форме сопряженного парного профиля, которым пользуются для проведения лабораторного эксперимента отечественные и зарубежные

ученые.

Автор активно использует возможности иллюстрации результатов исследования в статье. В статье представлены 6 таблиц и 1 рисунок. Полагаем, что это способствует повышению уровня восприятия читателями результатов проведенного авторского исследования.

Актуальность статьи не вызывает сомнений. Государственная поддержка бизнеса в условиях неопределённости экономического развития, геоэкономической турбулентности санкционного давления и ограничений развития рынка становится особо значимой, в том числе и для малого предпринимательства, с одной стороны, уязвимого к таким эффектам, а с другой стороны, высоко адаптивного и готового к трансформации.

Статья имеет практическую значимость, поскольку полученные автором результаты могут быть использованы в рамках совершенствования государственной политики поддержки малого предпринимательства.

В статье в явном виде не представлены элементы научной новизны. Несмотря на то что само по себе исследование, его результаты и интерпретация являются новыми, более того, открывают широкие перспективы для продолжения исследования и оценке динамики результатов эксперимента, полагаем, что автору необходимо видение элементов новизны сформулировать и представить в статье в формализованном виде.

Стиль изложения является научным и соответствует требованиям журнала.

Библиография представлена 14 источниками: исследованиями зарубежных и отечественных ученых. На все источники имеются ссылки по тексту статьи. Требуется расширить перечень источников в соответствии с требованиями журнала. В статье присутствуют элементы научной полемики в части «объективности результатов лабораторных экспериментов на базе студенческого сообщества, которая ранее неоднократно подвергалась сомнению особенно в исследованиях зарубежных ученых». При этом обоснование этих сомнений оппонентами автором в статье не раскрывается.

К преимуществам статьи следует отнести, во-первых, актуальность и значимость выбранного направления исследования. Во-вторых, широкий кругозор автора и взгляд на охват исследуемых вопросов. В-третьих, полноту и детальность описания подхода к формированию выборки и интерпретации результатов, а также прозрачность оценки степени репрезентативности выборки.

К недостаткам отнесем следующее. Во-первых, необходимость конкретизации и обоснования научной новизны проведенного исследования. Во-вторых, недостаточное использование источников.

Заключение. Статья посвящена исследованию применения методологии лабораторного эксперимента – опроса студентов как потенциальных будущих предпринимателей – для поиска направлений совершенствования инструментов преференциального налогообложения поддержки бизнеса. Статья способна вызвать интерес широкой читательской аудитории журнала и в целом оставляет весьма благоприятное впечатление. Рекомендуются принять к публикации в журнале «Финансы и управление» при условии устранения указанных по тексту настоящей рецензии замечаний.

Финансы и управление

Правильная ссылка на статью:

Манукян С.Г., Курбацкий А.Н., Малютина О.М. — Взаимосвязь между уровнем ожидаемой волатильности и мультипликаторами на рынке акций США // Финансы и управление. – 2023. – № 2. DOI: 10.25136/2409-7802.2023.2.40510 EDN: UAGTPD URL: [https://nbpublish.com/library\\_read\\_article.php?id=40510](https://nbpublish.com/library_read_article.php?id=40510)

## Взаимосвязь между уровнем ожидаемой волатильности и мультипликаторами на рынке акций США

**Манукян Стелла Гришаевна**

аспирант, кафедра Эконометрики и математических методов экономики, Московский Государственный Университет им. М.В.Ломоносова

127591, Россия, г. Москва, ул. Мту, Ленинские Горы, 1, строение 1

✉ [smanukyan98@mail.ru](mailto:smanukyan98@mail.ru)



**Курбацкий Алексей Николаевич**

доктор физико-математических наук

доцент, кафедра Эконометрики и математических методов экономики, Московский Государственный Университет им. М.В.Ломоносова

119991, Россия, г. Москва, ул. Мту, Ленинские Горы, 1, оф. стр.1

✉ [akurbatskiy@gmail.com](mailto:akurbatskiy@gmail.com)



**Малютина Ольга Михайловна**

младший научный сотрудник, Институт Экономики Российской Академии Наук

117218, Россия, г. Москва, Нахимовский проспект, 32

✉ [Malyutinaom@gmail.com](mailto:Malyutinaom@gmail.com)



---

[Статья из рубрики "Финансовые рынки"](#)

**DOI:**

10.25136/2409-7802.2023.2.40510

**EDN:**

UAGTPD

**Дата направления статьи в редакцию:**

17-04-2023

**Аннотация:** Предметом исследования данной статьи является выявление взаимосвязи между финансовыми мультипликаторами и ожидаемой волатильностью (implied volatility)

акций компаний в секторе программного обеспечения (Software sector) США. Цель работы состоит в том, чтобы исследовать и охарактеризовать влияния ожидаемой волатильности на недооцененность или переоцененность акций компаний. Объектом данной исследования являются 38 крупнейших компаний сектора программного обеспечения с капитализацией более 5 млрд.\$. Особое внимание уделяется непараметрической модели Тейла, которая позволяет выявить и подтвердить наличие зависимости между уровнем ожидаемой волатильности и логарифмом темпа роста финансового мультипликатора. Сама новизна предлагаемой статьи заключается, во-первых, в том, что анализ проводился в коронавирусную эпоху, который является своевременным и интересным, так как пандемия Covid-19 оказала серьезное влияние не только на жизнь и здоровье граждан, но и на финансовые рынки. Во-вторых, интерес к данной теме не может ослабевать из-за постоянного развития и модификации финансовых рынков, что заставляет инвесторов разрабатывать все новые и новые подходы к оценке компаний для получения прибыли. Выявление недооцененных компаний на финансовом рынке является одной из ключевых целей аналитиков и инвесторов, так как своевременное нахождение компаний, чья справедливая стоимость в текущий момент недооценена, может принести значительно больший доход, чем инвестиции в компании, стоимость акций которых оценена справедливо. Достигнутые результаты в рамках проведенного исследования имеют практическую значимость, так как позволяют ранжировать выявленные компании с одним и тем же уровнем недооцененности по значению ожидаемой волатильности и, тем самым, выбрать наиболее привлекательные для вложений.

**Ключевые слова:**

недооцененность, переоцененность, финансовые мультипликаторы, ожидаемая волатильность, акции, сектор программного обеспечения, историческая волатильность, непараметрическая модель Тейла, пандемия Covid-19, справедливая стоимость

**Введение** [\[1\]](#)

Данная работа является продолжением соответствующего анализа рынка акций США, который был начат в статье Курбацкий А.Н., Манукян С.Г. «Влияние ожидаемых темпов роста прибыли компании на ее текущую оценку на примере рынка акций Соединенных Штатов Америки» [\[1\]](#), в которой обсуждался вопрос использования надлежащих мультипликаторов для оценки справедливой стоимости компаний в секторе программного обеспечения. Основным результатом стало выявление связи между погрешностью оценки бизнеса, то есть недооценкой или завышением, и уровнем мультипликатора и влияние пандемии COVID-19, которое стало событием «черного лебедя» для финансовых рынков в январе 2020 года, угрожающим мировым системам здравоохранения, и создающим многочисленные проблемы для финансовой системы [\[2,3\]](#). Поэтому, важно понимать, какое влияние этот кризис может оказывать на оценки стоимости компаний.

Говоря про оценку стоимости компании нужно помнить, что она сопряжена с рисками, а именно, волатильностью на рынках, которая имеет огромное значение для всех, кто работает на финансовых рынках, и где о ней думают больше, с точки зрения, непредсказуемости и рассматривают как синоним риска. Существенные изменения волатильности доходности финансового рынка могут иметь значительные негативные последствия для инвесторов, не склонных к риску, поэтому более точная оценка

волатильности имеет решающее значение при принятии инвестиционных решений. Аналитик, использующий метод оценки, предполагает, что конкретный коэффициент может быть применен к различным компаниям, работающим в одном и том же направлении бизнеса или отрасли.

Поэтому сбор статистической информации в качестве базы исследования был проведен в соответствии с основными принципами метода оценки. Далее был проведен дескриптивный анализ показателей, проанализированы описательные статистики мультипликаторов и темпов роста, а также протестированы законы распределения величин. Помимо этого, для более фундаментального анализа был использован подход к построению непараметрической регрессии Тейла. Все это позволило выявить зависимость между натуральным логарифмом мультипликатора EV/GP и темпами роста.

### **Особенности использования мультипликаторов**

Мультипликатор – это термин, характеризующий оценку акций путем деления рыночной или оценочной стоимости актива на определенный элемент финансовой отчетности. Подход мультипликаторов – это метод сравнительного анализа, который направлен на оценку аналогичных компаний с использованием одних и тех же финансовых показателей [\[4, с.30\]](#).

Среди широкого спектра различных мультипликаторов, которые применяются для оценки бизнеса, в рамках данной статьи применяется EV/GP (EV – enterprise value; GP – Gross Profit). В числителе анализируемого мультипликатора находится аналитический показатель наблюдаемой стоимости бизнеса [\[5\]](#) или «стоимость компании с учетом всех источников ее финансирования» [\[6, с.5\]](#) Поэтому в рамках данной работы предполагается для начала построение модели парной регрессии, в которой данный мультипликатор будет выступать в качестве регрессора, влияющего на темп роста.

### **Значение и оценка волатильности**

Обычно выделяется широкий спектр причин, почему волатильность является одной из ключевых характеристик финансового рынка, например, в статье Kevin Daly «Financial volatility: Issues and measuring techniques» [\[7\]](#) отмечается, что:

- Во-первых, когда цены на активы резко колеблются с разницей во времени, составляющей всего один день или меньше, инвесторам может быть трудно согласиться с тем, что объяснение этих изменений лежит в информации о фундаментальных экономических факторах. Это может привести к подрыву доверия к рынкам капитала и уменьшению притока капитала на фондовые рынки.
- Во-вторых, для отдельных фирм волатильность фирмы является важным фактором при определении вероятности банкротства. Чем выше волатильность данной структуры капитала, тем выше вероятность дефолта [\[7\]](#);
- В-третьих, волатильность является важным фактором при определении спреда спроса и предложения. Чем выше волатильность акции, тем больше разница между ценой покупки и продажи маркет-мейкера. Таким образом, волатильность акций влияет на ликвидность рынка [\[7\]](#);
- В-четвертых, на такие методы хеджирования, как страхование портфеля, влияет уровень волатильности, при этом цены на страхование растут с волатильностью [\[7\]](#);

- В-пятых, экономическая и финансовая теория предполагает, что потребители не склонны к риску. Следовательно, повышенный риск, связанный с определенной экономической деятельностью, должен приводить к снижению уровня участия в этой деятельности, что будет иметь неблагоприятные последствия для инвестиций [7];
- Наконец, повышенная волатильность с течением времени может побудить регулирующие органы и поставщиков капитала вынудить фирмы выделять больший процент доступного капитала на инвестиции в денежном эквиваленте, что может нанести ущерб эффективности распределения [7].

Самым простым и распространенным показателем волатильности фондового рынка является стандартное отклонение доходности (см. статьи Kevin Daly «Financial volatility: Issues and measuring techniques» [7, p.2377], Engle, Robert F., Manganelli, Simone: "Value at risk models in finance" [8] и [9]). Оценки стандартного отклонения выборки от дневной доходности служат полезной мерой для характеристики эволюции волатильности. В тоже время, известно, что мерой волатильности, которая фокусируется на аспекте неопределенности, является среднеквадратическая процентная ошибка (RMSPE) - это простая и хорошо известная мера ошибок прогнозирования [7, p.2380]. Для эмпирической оценки волатильности цены акции обычно наблюдают за её ценой через фиксированные промежутки времени. Эти интервалы могут составлять дни, недели или месяцы. Однако, прежде чем производить какие-либо вычисления, необходимо ответить на вопрос, является ли волатильность торгуемого на бирже инструмента такой же, когда биржа открыта и когда она закрыта. Некоторые люди утверждают, что информация поступает даже тогда, когда биржа закрыта, и это должно влиять на цену. Было проведено множество эмпирических исследований [7],[8],[9],[10], и исследователи обнаружили, что волатильность намного выше, когда биржа открыта.

Отметим два распространенных и активно используемых вида волатильности:

1. Историческая волатильность -это волатильность ряда цен на акции, когда мы оглядываемся назад на историческую траекторию цены конкретной акции [11]. Историческая волатильность является наиболее простым для расчета параметром, так как она рассчитывается на основе исторических данных как среднее квадратичное отклонение цены за период.;
2. Ожидаемая (implied) или вмененная волатильность. Данный показатель характеризует волатильность цен на активы в будущем. Согласно информации, представленной на сайте Bloomberg, данный показатель для акций рассчитывается по ежедневным котировкам опционов.

### **Дескриптивный анализ данных**

Теперь перейдем непосредственно к выявлению зависимости между финансовыми мультипликаторами и ожидаемой волатильности применительно к объекту исследования. Информационной базой исследования послужили статистические данные по 38 наиболее крупным публичным компаниям из сектора программного обеспечения, полученные из базы Bloomberg – одного из крупнейших поставщиков финансовой информации для профессиональных участников финансовых рынков.

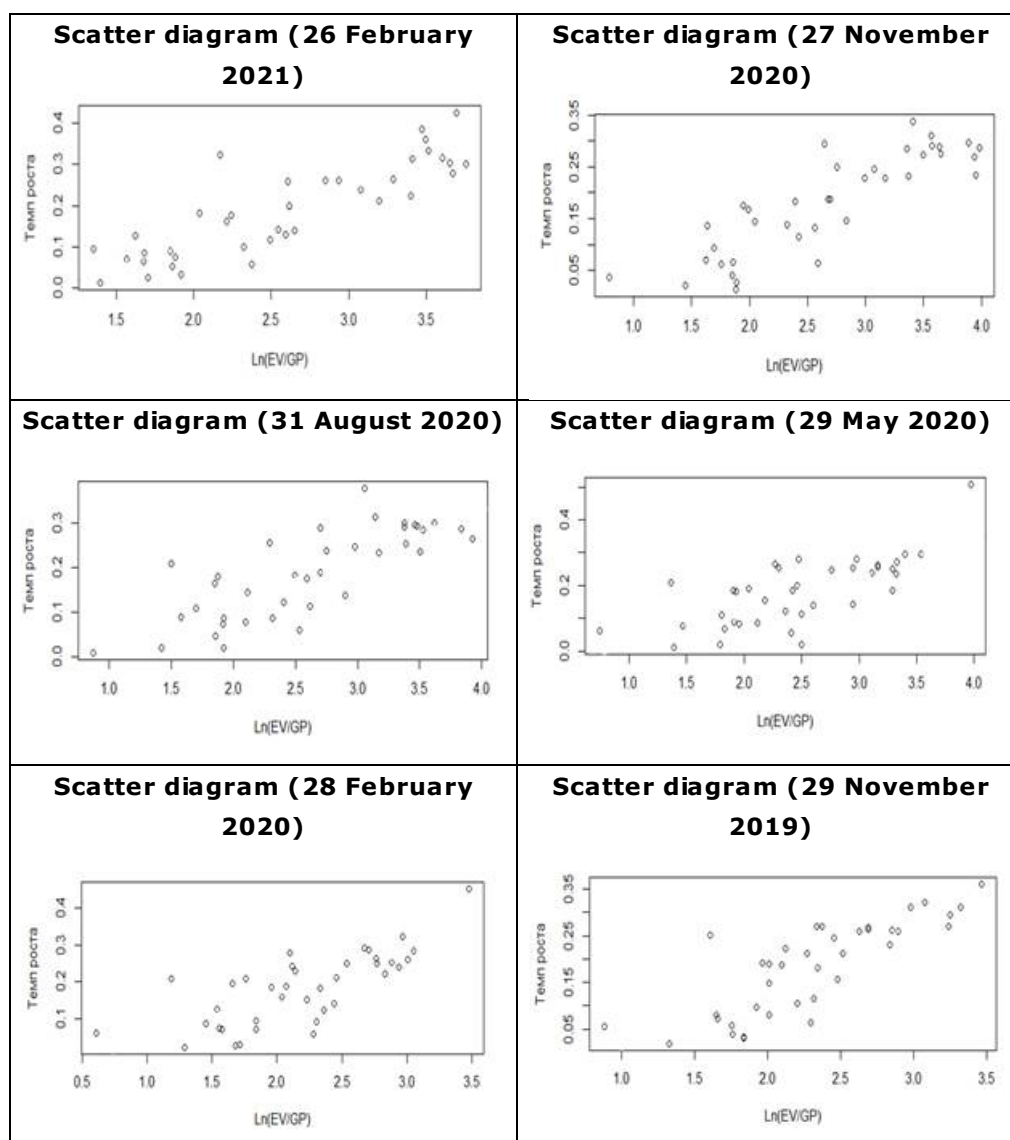
В данном исследовании рассматриваются компании, которые торгуются на американском фондовом рынке, которые «представлены совокупностью биржевых площадок, внебиржевых платформ, а также множеством акций и других ценных бумаг,

обращающихся в данных местах. Главными биржами Америки являются NYSE, NASDAQ и AMEX» [12]. Статистические показатели будут проанализированы для следующих временных срезов: 26 февраля 2021 г.; 27 ноября 2020 г.; 31 августа 2020 г.; 29 мая 2020 г.; 28 февраля 2020 г.; 29 ноября 2019 г.

Для уменьшения разброса осуществлен переход от значений мультипликаторов к их натуральным логарифмам.

В рамках следующего этапа анализа для предварительного определения степени связи и ее силы между натуральным логарифмом мультипликатора  $\ln(EV/GP)$  построены графики разброса (диаграммы разброса). Они позволяют выявить наличие зависимости между двумя исследуемыми факторами. Результаты построений представлены на рисунках 1-6.

Рисунки 1-6



Графики разброса натурального логарифма мультипликатора  $\ln(EV/GP)$  и темпов роста на 6 временных срезах

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

Построенные графики позволяют сделать вывод о наличии прямой связи между натуральным логарифмом мультипликатора  $\ln(EV/GP)$  и темпами роста компаний. Для оценки этого вида зависимости перейдем к построению непараметрических моделей



парной регрессии, на примере модели Тейла, которая характеризуется отсутствием жестких требований и допущений к распределению статистических данных [14].

**Построение непараметрических моделей Тейла**

Метод Тейла [15], представленный в 1950 г., является популярным среди методов построения непараметрических моделей регрессии [16]. Согласно методологии построения модели непараметрической регрессии Тейла в рамках данного исследования для 6 временных срезов были построены непараметрические модели парной регрессии, где в качестве независимой переменной взят натуральный логарифм значения мультипликатора, а в качестве зависимой – темп роста. По статистическим данным, представленным Bloomberg, с помощью программного обеспечения R-studio были получены коэффициенты для модели регрессии по данным 26 февраля 2021 г. Результаты тестирования представлены в таблице 5.

Таблица 5

Временной срез	Спецификация модели	Значимость коэффициентов	
		$\beta_0$	$\beta_1$
26 февраля 2021	$CAGR = 0.125 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.125$	***	***
27 ноября 2020	$CAGR = 0.105 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.09$	***	***
31 августа 2020	$CAGR = 0.111 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.088$	***	***
29 мая 2020	$CAGR = 0.103 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.068$	**	***
28 февраля 2020	$CAGR = 0.117 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.094$	***	***
29 ноября 2019	$CAGR = 0.152 \ln\left(\frac{EV}{GP}\right) - 0.168$	***	***

0 '\*\*\*' 0.001 '\*\*\*' 0.01 '\*' 0.05 '.' 0.1 ' ' 1

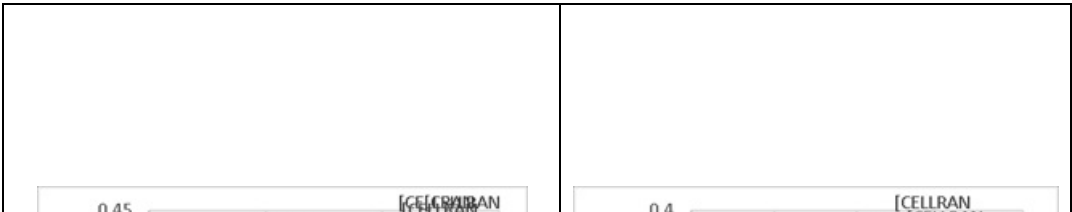
Спецификация и значимость коэффициентов непараметрической модели по 6 временным срезам

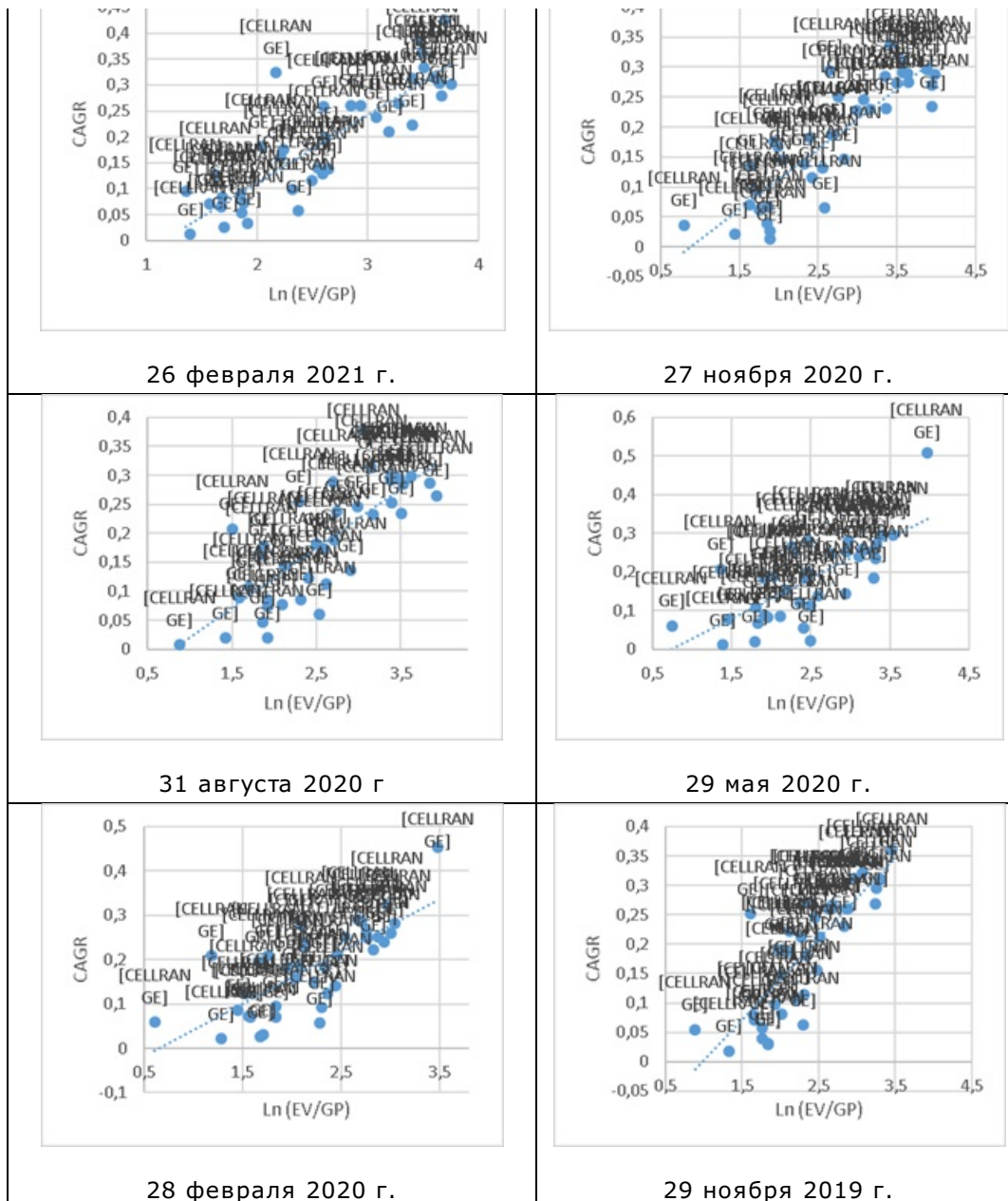
Источник: построено авторами по данным Bloomberg

Проверка значимости коэффицентов показала, что все коэффициенты построенных моделей являются значимыми, следовательно, можно сделать вывод, о том, что зависимость между натуральным логарифмом мультипликатора и темпом роста компаний в секторе программного обеспечения является устойчивой в короновирусное время.

Проанализировав спецификации моделей, можно перейти к построению самой непараметрической модели по 6 временным срезам. Результаты построений представлены на рисунках 7-12.

Рисунок 7-12





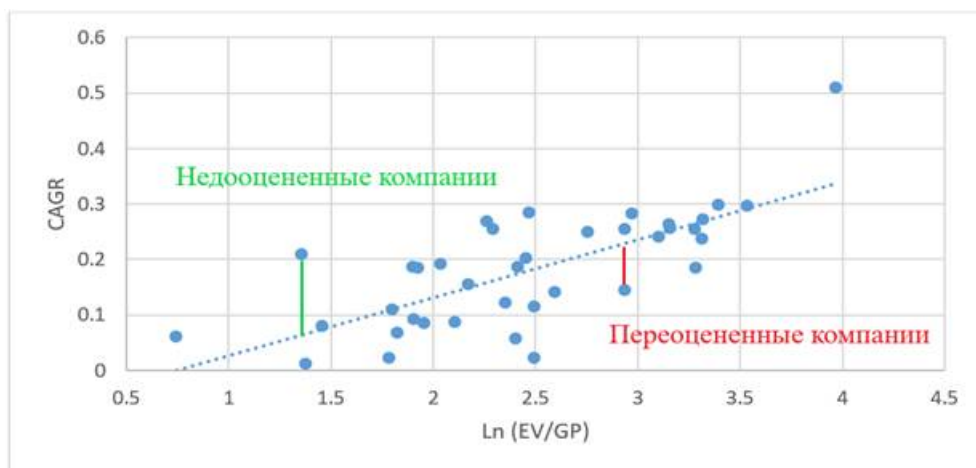
Непараметрическая модель по 6 временным срезам

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

### Корреляционный анализ к определению недооцененных и переоцененных компаний

Продолжая анализ, необходимо отметить, что главной идеей, реализуемой авторами в данной статье, стало стремление найти взаимосвязь между ошибкой в оценке компании, то есть ее недооцененностью или переоцененностью, и уровнем ожидаемой волатильности. Расположение компаний выше или ниже линий регрессии, построенных в предыдущих главах, характеризует компании как недооцененные или переоцененные. Результаты тестирования представлены на рисунке 13.

Рисунок 13



### Недооцененные и переоцененные компании

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

В качестве показателя уровня недооцененности или переоцененности компаний в рамках данного подхода будет использовано значение остатков модели непараметрической регрессии:

$$\text{Уровень недооцененности/переоцененности} = CAGR_{\text{факт}} - CAGR_{\text{модель}}$$

Чем выше значение данного показателя (по модулю), тем более недооцененной или переоцененной является рассматриваемая компания. Соответственно, чем ближе к кривой располагается компания, тем более справедливой является ее оценка. В то же время, отклонение фактических значений темпов роста от полученных с помощью построенных в предыдущей главе непараметрических моделей регрессии Тейла свидетельствует о том, что часть компаний является недооцененными, а другая – переоцененными. Рассмотрев описательные статистики уровня недооцененности/переоцененности на 6 временных срезах, можно сказать, что в среднем оценки компаний по построенным моделям являются справедливыми. Результаты тестирования представлены в таблице 2.

Таблица 2

Временной срез	Среднее значение	Стандартное отклонение
26 февраля 2021	0.016	0.058
27 ноября 2020	-0.01	0.049
31 августа 2020	-0.017	0.061
29 мая 2020	-0.006	0.071
28 февраля 2020	0.019	0.065
29 ноября 2019	-0,0069	0.058

Описательные статистики уровня недооцененности/переоцененности на 6 временных срезах

Источник: рассчитано автором по данным Bloomberg

Визуализация распределений уровней недооцененности/переоцененности компаний при помощи построения гистограмм позволила авторам выдвинуть некоторые предположения о нормальном законе распределения остатков моделей на рассматриваемых временных срезах. Для проверки данной гипотезы был проведен тест Shapiro-Wilk и результаты тестирования представлены в Приложении 3. Получается, что тестирование на

нормальность распределения уровней недооцененности/переоцененности компаний сектора программного обеспечения позволило сделать вывод, о том, что распределение данного показателя на всех временных срезах похоже на нормальное. Поэтому дальнейший расчет коэффициентов корреляции Пирсона и выводы о значимости можно считать корректными. Результаты тестирования представлены в таблице 3.

Таблица 3

	t-статистика	p-значение	95% интервал	Точечная оценка
26.02.2021	2.829	0.008	0.124 - 0.657	0.426
27.11.2020	1.008	0.32	-0.163 - 0.461	0.166
31.08.2020	1.934	0.061	-0.014 - 0.57	0.307
29.05.2020	3.575	0.001	0.23 - 0.715	0.512
28.02.2020	4.327	0.0001	0.326 - 0.762	0.585
29.11.2019	3.154	0.003	0.171 - 0.683	0.465

Результаты тестирования наличия корреляции Пирсона между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью на 6 временных срезах

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg

На основе моделирования и расчетов мы приходим к выводу, о том, что ожидаемая волатильность, действительно, связана с уровнем недооцененности/переоцененности компаний положительно. Однако нужно заметить, что данная связь в соответствии со значениями коэффициентов корреляции Пирсона не является сильной, что стало предпосылкой для дальнейшего изучения проблемы и достижения более устойчивых результатов исследования.

### **Выявление корреляционной зависимости в разбивке на прибыльные и убыточные компании**

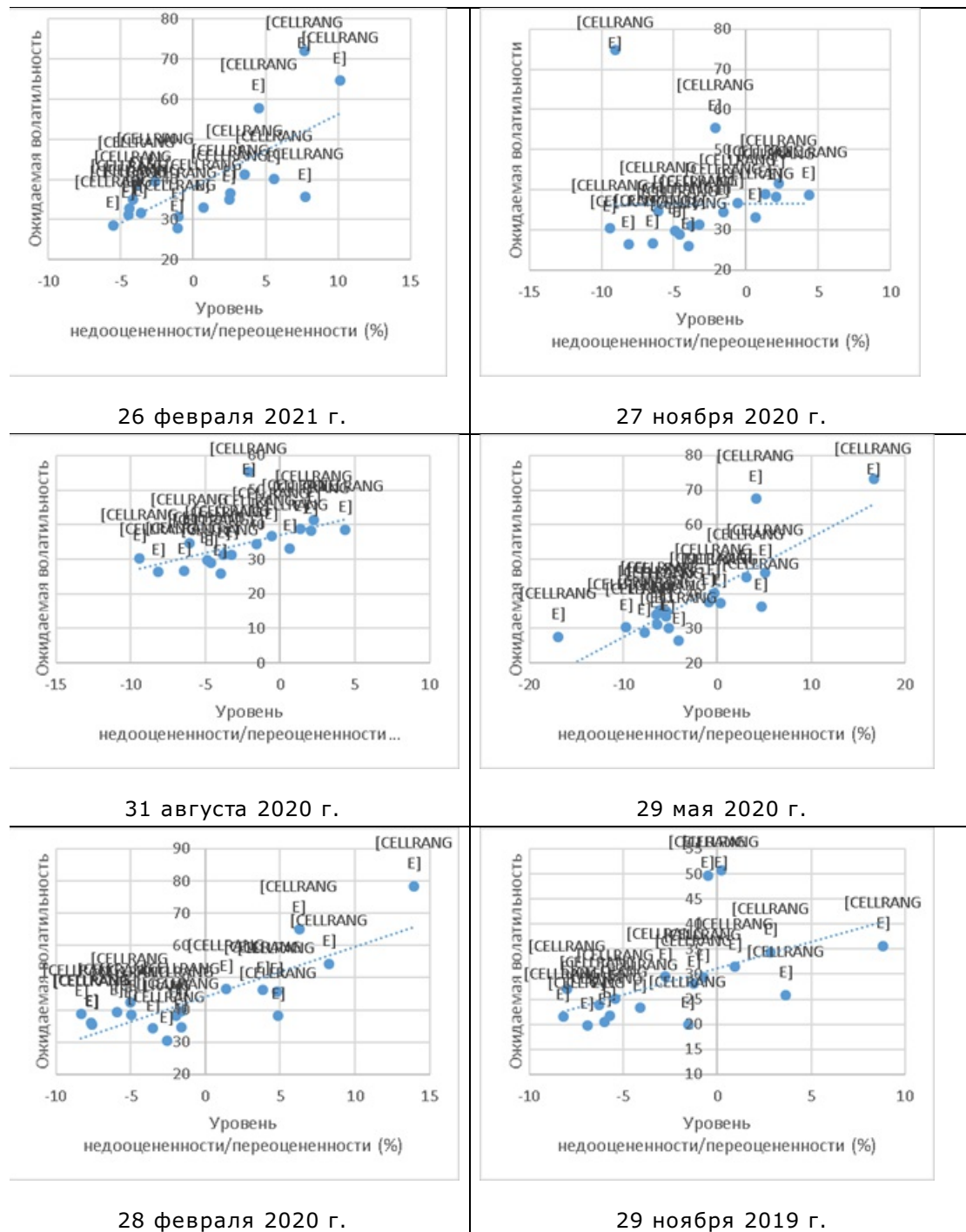
Для улучшения полученных результатов исследования, возникает предположение о разбиении изучаемой выборки на 2 группы, а именно:

1. Компании, генерирующие чистую прибыль;
2. Убыточные компании.

Данное деление является обоснованным с той точки зрения, что уровень риска по-разному воспринимается в этих двух группах. Помимо этого, прибыльные компании часто конкурируют за место в инвестиционном портфеле с более консервативными классами активов (например, с облигациями). В связи с этим для прибыльных компаний снижение доходностей на долгом рынке будет расцениваться как позитивный фактор. В то же время для убыточных компаний данный факт будет расцениваться скорее в негативном ключе, так как это свидетельствует о текущих проблемах в экономике, что может осложнить положение дел компаниям, которые пока не генерируют чистую прибыль.

Что касается прибыльных компаний, которых в исходной выборке из 38 компаний сектора программного обеспечения насчитывается 18 и для них выдвигается гипотеза о наличии более тесной связи, то есть более высокого коэффициента корреляции Пирсона. Результаты тестирования представлены на рисунках 14-19.

Рисунок 14-19



Взаимосвязь уровня недооцененности/переоцененности прибыльных компаний и ожидаемой волатильности

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

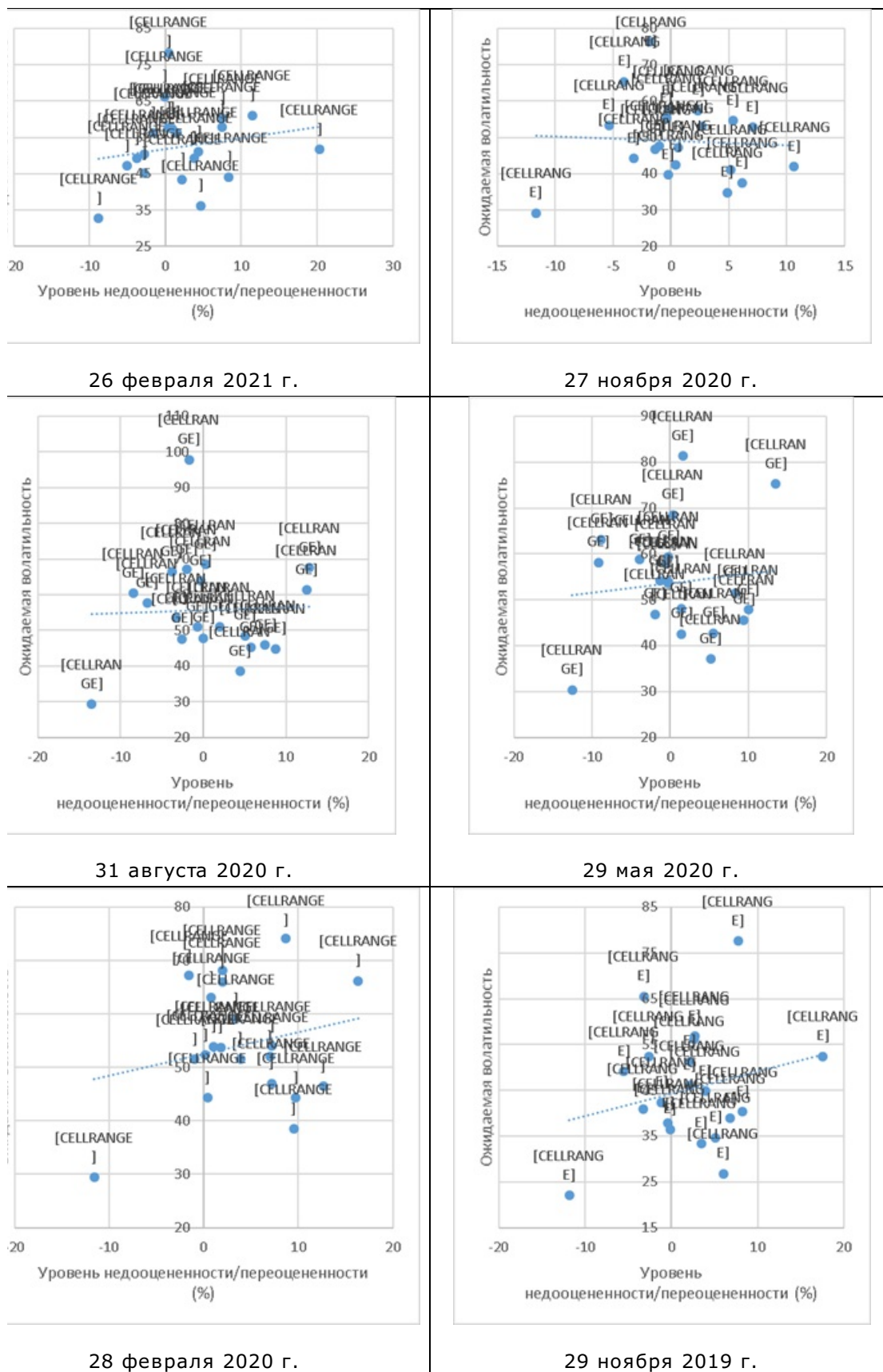
Как видно на графиках, недооцененные компании, то есть имеющие положительное значение уровня недооцененности/переоцененности, сильно отличаются по уровню ожидаемой волатильности.

На временном срезе 27 ноября 2020 г. произошло нарушение общих тенденций для выборки прибыльных компаний, а именно, компания Zoom сильно отличается от остальной выборки. Получается, что коэффициент корреляции Пирсона, рассчитанный для 18 прибыльных компаний сектора программного обеспечения, составил 0.003, что свидетельствует об отсутствии корреляции между показателями. В силу разброса будет

целесообразным исключение компании Zoom из выборки прибыльных компаний, а коэффициент корреляции Пирсона становится равным 0,557.

Аналогичные расчеты были проведены по всем временным срезам и для убыточных компаний. Результаты представлены на рисунках 20-25.

Рисунок 20-25



Взаимосвязь уровня недооцененности/переоцененности убыточных компаний и ожидаемой волатильностью по непараметрической модели Тейла

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

Обобщенные результаты исследования корреляции между показателями представлены в таблице 4.

Таблица 4

Временной срез	Исходная выборка	Прибыльные компании	Убыточные компании
26.02.2021	0.426	0.712	0.193
27.11.2020	0.166	0,557 (Z)	-0.056
31.08.2020	0.308	0.364	0.038
29.05.2020	0.512	0.828	0.11
28.02.2020	0.585	0.809	0.225
29.11.2019	0.465	0.528	0.229

(Z) - из выборки прибыльных компаний исключена компания Zoom

Коэффициенты корреляции Пирсона между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью на 6 временных срезах

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

Таким образом, разбиение компаний позволило достичь двух значимых результатов:

1. Корреляция между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью усиливается при переходе от исходной выборки к прибыльным компаниям;
2. В выборке убыточных компаний связь между уровнем ожидаемой волатильности и уровнем недооцененности/переоцененности компаний слабая (знак коэффициента меняется, охарактеризовать ее единым образом для всех рассматриваемых временных срезов не удастся) или вовсе отсутствует.

Нужно отметить, что выдвинутые еще на начальном этапе исследования гипотезы не были опровергнуты.

## Заключение

Изучение подхода к оценке компаний с помощью мультипликаторов, позволило грамотно сформировать выборку и отобрать необходимые показатели для дальнейшего проведения исследования мультипликаторов с учетом основных требований к проведению оценок компаний данным методом. Построенные модели позволили выявить недооцененные и переоцененные компании в исследуемой выборке, уровень недооцененности/переоцененности компаний рассчитывался как расстояние от точки до линии регрессии построенных моделей по каждому временному срезу.

Дальнейшее изучение наличия зависимости между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью, позволило выявить наличие корреляции между показателями, которую можно интерпретировать как умеренную прямую связь между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью. Для опровержения или подтверждения предположения, что

в силе связи между показателями для прибыльных и убыточных компаний может наблюдаться разный характер и сила зависимости, исходная выборка была разделена на 2 части по фактору генерирования компанией чистой прибыли, то есть на прибыльные и убыточные компании. Данное деление было обоснованным, так как уровень риска по-разному воспринимается в этих двух группах. Помимо этого, прибыльные компании часто конкурируют за место в инвестиционном портфеле с более консервативными классами активов (например, с облигациями). В связи с этим для прибыльных компаний снижение доходностей на долговом рынке будет расцениваться как позитивный фактор. В то же время для убыточных компаний данный факт будет расцениваться скорее в негативном ключе, так как это свидетельствует о текущих проблемах в экономике, что может осложнить положение дел компаниям, которые пока не генерируют чистую прибыль.

Проведенный корреляционный анализ показал, что, действительно, между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью для группы компаний, генерирующих чистую прибыль, связь стала сильнее, чем в исходной выборке. Характер связи не изменился, она так же осталась прямой, однако на некоторых временных срезах ее сила увеличилась. Что касается убыточных компаний, которые еще не генерируют чистую прибыль, были достигнуты совершенно иные результаты. Во-первых, связь либо практически отсутствовала, либо была слабой. При этом нужно отметить, что коэффициент корреляции, рассчитанный для 27 ноября 2020 г. поменял знак, то есть зависимость стала обратной, но при этом очень слабой.

Достигнутые результаты в рамках данной статьи позволяют всем участникам рынка ценных бумаг выбирать наиболее привлекательные по уровню ожидаемой волатильности даже среди недооцененных компаний.

## Приложения

### Приложение 1

	W-статистика	p-значение
26.02.2021	0.956	0.144
27.11.2020	0.935	0.029
31.08.2020	0.948	0.079
29.05.2020	0.938	0.035
28.02.2020	0.958	0.163
29.11.2019	0.933	0.026

Результаты теста Shapiro-Wilk на нормальность распределения темпов роста на 6 временных срезах

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg

### Приложение 2

	W-статистика	p-значение
26.02.2021	0.863	0.0003
27.11.2020	0.867	0.0003
31.08.2020	0.893	0.002
29.05.2020	0.862	0.0003
28.02.2020	0.904	0.003
29.11.2019	0.885	0.001



Результаты теста Shapiro-Wilk на нормальность распределения мультипликатора EV/GP на 6 временных срезах

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg

### Приложение 3

Временной срез	W-статистика	p-значение
26.02.2021	0.933	0.024
27.11.2020	0.9567	0.148
31.08.2020	0.97	0.398
29.05.2020	0.982	0.797
28.02.2020	0.987	0.925
29.11.2019	0.986	0.905

Результаты теста Shapiro-Wilk на нормальность распределения натурального логарифма мультипликатора  $\ln(EV/GP)$  на 6 временных срезах

Источник: рассчитано авторами по данным Bloomberg

### Приложение 4

Результаты разбиения компаний на 2 группы по принципу генерирования чистой прибыли

Прибыльные компании	Убыточные компании
Microsoft Corporation,	Workday Inc.,
Oracle Corporation,	Palo Alto Networks,
International Business Machines Corporation,	Splunk,
SAP,	HubSpot,
Adobe Inc.,	Proofpoint,
Salesforce.com Inc.,	FireEye Inc.,
Intuit Inc.,	Nutanix,
Vmware Inc.,	Black Knight Inc,
ServiceNow Inc.,	Twilio,
Autodesk Inc.,	MongoDB Inc,
Citrix,	CloudFlare,
Check Point,	CrowdStrike,
Synopsys,	Okta,
Fortinet,	Zscaler Inc,
Akamai Technologies,	Zendesk,
Teradata,	Atlassian,
	DocuSign,

Zoom (Zoom Video Communications), Trade Desk Inc	RingCentral, Coupa, Fastly Inc
---	--------------------------------------

Источник: построено авторами по данным Bloomberg

[1] Исследование выполнено при поддержке гранта Российского научного фонда № 20-68-47030.

## Библиография

1. Курбацкий А.Н., Манукян С.Г. «Влияние ожидаемых темпов роста прибыли компании на ее текущую оценку на примере рынка акций Соединенных Штатов Америки». Финансы, №12, с.50.
2. Yarovaya L., Elsayed A., Hammoudeh S.: Determinants of spillovers between Islamic and conventional financial markets: exploring the safe haven assets during the COVID-19 pandemic. Finance Res. Lett., 43. 2021.
3. Талеб, Нассим Николас. Черный лебедь: под знаком непредсказуемости / Нассим Николас Талеб.-2-е изд., доп.-Москва: КоЛибри, 2013 (Тула: Тульская типография (ОАО)).-735 с.; ISBN 978-5-389-04641-2
4. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) /А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. С.130.
5. Гладилин А.А., Шматко С.Г. Оценка ценных бумаг на основе мультипликаторов // Экономика. Бизнес. Банки. 2015. № 2 (11). С.5
6. Kevin Daly Financial Volatility: Issues and Measuring Techniques. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. Pp. 2377–2393.
7. Engle, Robert F. & Manganelli, Simone, 2001. "Value at risk models in finance," Working Paper Series 75, European Central Bank.
8. Andrew Patton: «What good is a volatility model?» Quantitative Finance, 2001, vol. 1, issue 2, 237-245
9. Althouse, Linda Akel; Ware, William B.; Ferron, John M. Detecting Departures from Normality: A Monte Carlo Simulation of a New Omnibus Test Based on Moments. Paper presented at the Annual Meeting of the American Educational Research Association (San Diego, CA, April 13-17, 1998). P.3.
10. Antonie Kotze: Stock Price Volatility: a primer // The South African Financial Markets Journal. 2005.
11. Развитие науки и техники: механизмы выбора и реализации приоритетов: сборник статей Международной научно-практической конференции (25 декабря 201г г., г. Омск) В 6 ч. Ч.2. /-Уфа : АЭТЕРНА, 2017. С.108
12. С.И. Солонин Метод гистограмм // Уральский федеральный университет. Электронное издание. 2014. С.7 URL: [https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/36132/1/solonin\\_2\\_2014.pdf](https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/36132/1/solonin_2_2014.pdf).
13. Irma Lavagnini, Denis Badocco, Paolo Pastore, Franco Magno Theil–Sen nonparametric regression technique on univariate calibration, inverse regression and detection limits // Talanta. №87. 2011. P.187
14. H. Theil. A rank-invariant method of linear and polynomial regression analysis. I, II, III // Nederl. Akad. Wetensch., Proc. 1950. T. 53. P. 389

15. N. Alp Erilli, Kamil Alakus Non-parametric regression estimation for data with equal values // European Scientific Journal. 2014. vol.10, No.4. P.75

## Результаты процедуры рецензирования статьи

*В связи с политикой двойного слепого рецензирования личность рецензента не раскрывается.*

*Со списком рецензентов издательства можно ознакомиться [здесь](#).*

Предмет исследования. Статья, исходя из заголовка, должна быть посвящена изучению взаимосвязи между уровнем ожидаемой волатильности и мультипликаторами на рынке акций США. Содержание соответствует заявленной теме.

Методология исследования. Автором использован широкий круг специальных методов, направленных на обоснование наличия взаимосвязи между изучаемыми показателями, но результаты математических вычислений должны сопровождаться их анализом и синтезом, позволяющим определить проблемные точки и сформулировать рекомендации по их устранению, а также предложения по обеспечению социально-экономического развития государства.

Актуальность исследования вопросов определения различных зависимостей всегда актуальны. При этом, требует обоснования в тексте влияние данных изменений на российскую экономику тактически и (или) стратегически.

Научная новизна в представленных результатах однозначно содержится и связана с обоснованием двух фактов: 1) «корреляция между уровнем недооцененности/переоцененности компаний и ожидаемой волатильностью усиливается при переходе от исходной выборки к прибыльным компаниям»; 2) «в выборке убыточных компаний связь между уровнем ожидаемой волатильности и уровнем недооцененности/переоцененности компаний слабая или вовсе отсутствует». При этом, требует обоснования практическая значимость полученных результатов, прежде всего, для социально-экономического развития Российской Федерации. Это, во много, будет определять интерес читательской аудитории к содержанию статьи.

Стиль, структура, содержание. Стиль изложения исключительно научный. Структура статьи выстроена недостаточно полно ввиду отсутствия блока, посвященного обсуждению полученных результатов исследования, что позволяет сравнить полученные результаты с итогами, содержащимися в трудах других авторов, а также сформировать выводы из итогов вычислений. Содержание статьи требует наполнением экономических выводов (проблем и путей их устранения) из результатов сделанных математических вычислений, а также обоснованием их значимости для российской экономики.

Библиография. Автором статьи сформирован библиографический список, состоящий из 15 наименований. Ценно, что в нём содержатся как отечественные научные публикации, так и зарубежные. При этом, автору следует увеличить количество актуальных научных трудов, посвященных поднимаемым вопросам, в том числе для проведения обсуждений и чёткого формирования научной новизны и практической значимости полученных результатов. Также следует обеспечить единообразие оформления источников в соответствии с требованиями ГОСТ.

Апелляция к оппонентам. К сожалению, в тексте статьи не удалось обнаружить обсуждения результатов проведенного научного исследования с итогами, отражёнными в трудах других авторов. При доработке статьи автору рекомендуется устранить данную проблему.

Выводы, интерес читательской аудитории. С учётом всего вышеизложенного, следует заключить о высоком уровне проведенной аналитической части исследования. Принимая во внимание интерес научного и экспертного сообществ, а также представителей

органов государственной власти к конкретным выводам (проблемам и путям их решения), статья требует доработки в этом направлении, после проведения которой она будет представлять интерес для широкого круга читательской аудитории. Также автору рекомендуется в тексте обосновать значение данной темы для обеспечения социально-экономического развития Российской Федерации. Это позволит серьезно расширить потенциальный круг читательской аудитории .

## Англоязычные метаданные

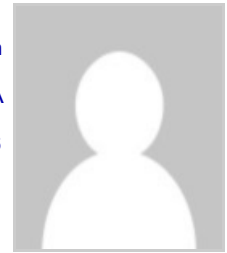
# Prospects of cooperation of the Russian Federation with friendly countries in the framework of investment activities.

Korotin Kirill Vladimirovich

Postgraduate Student, Department of Economics, Nizhny Novgorod Institute of Management – Branch of RANEPA

603950, Russia, Nizhny Novgorod region, Nizhny Novgorod, Prospekt Gagarina str., 46

✉ korotinkirill28@gmail.com



**Abstract.** The object of the study is investment activity in the Russian Federation. The subject of the study is the implementation of investment activities in relation to friendly foreign states. The purpose of the work is to assess the possible prospects and risks of the orientation of the economy of the Russian Federation on cooperation with friendly countries in the field of investment. Tasks of the work:

- To assess the regulatory framework for the orientation of the economy of the Russian Federation to friendly countries;
- Analyze economic indicators in relation to friendly countries;
- To assess the prospects for cooperation with unfriendly countries in the medium term.

The main method of research is analysis. The author analyzes the regulatory framework in the sphere of orientation of the economy of the Russian Federation to strengthen partnership with friendly countries, provides analysis of various indicators of friendly countries and companies belonging to the jurisdiction of friendly countries. Based on the analysis, the author identifies the problem points, relying on the methods of logic. Today, the economy of the Russian Federation is reorienting towards building relations with friendly states. Such a decision is an atypical measure of economic regulation, and there are a small number of examples of similar examples of actions by state bodies. The decision causes an active discussion in the Russian society, which confirms the relevance of this study. The key problem points directly related to the restriction of access to investments in companies of unfriendly foreign states and current investment opportunities in companies of friendly states are identified. The author puts forward several recommendations that can reduce the level of uncertainty in the financial market and reduce risks in the field of investments.

**Keywords:** Developed countries, Tax incentives, Hostile countries, Central Bank of the Russian Federation, Financial market of the Russian Federation, Friendly countries, Sanctions, Economic regulation, Investments, Investment security

## References (transliterated)

1. O dopolnitel'nykh vremennykh merakh ekonomicheskogo kharaktera po obespecheniyu finansovoi stabil'nosti Rossiiskoi Federatsii :Ukaz Prezidenta RF ot 01.03.2022 N 81 (red. ot 03.03.2023). // Dostup iz spravочно-pravovoi sistemy Konsul'tant Plyus URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_410578/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_410578/) (data obrashcheniya: 19.05.2023)
2. Ob utverzhdenii perechnya inostrannykh gosudarstv i territorii, sovershayushchikh nedruzhestvennye deistviya v otnoshenii Rossiiskoi Federatsii, rossiiskikh yuridicheskikh i fizicheskikh lits : Rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 05.03.2022 N 430-r (red. ot 29.10.2022). // Dostup iz spravочно-pravovoi sistemy Konsul'tant Plyus

- URL:  
[https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/) (data obrashcheniya: 19.05.2023)
3. Ob utverzhdenii Strategii razvitiya finansovogo rynka RF do 2030 goda : Rasporyazhenie Pravitel'stva RF ot 29.12.2022 N 4355-r // Dostup iz spravочно-pravovoi sistemy Konsul'tant Plyus URL:  
[https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_411064/e8730c96430f0f246299a0cb7e5b27193f98fdaa/) (data obrashcheniya: 19.05.2023)
  4. Osnovnye napravleniya razvitiya finansovogo rynka Rossiiskoi Federatsii na 2023 god i period 2024 i 2025 godov : Informatsiya Banka Rossii ot 6 dekabrya 2022 g.// GARANT: informatsionno-pravovaya sistema URL:  
<https://www.garant.ru/products/ipo/prime/doc/405940527/> (data obrashcheniya: 10.05.2023)
  5. Ekonomika i ekonomicheskaya politika v usloviyakh pandemii / Pod red. d-r ekon. nauk Kudrina A.L. — M.: Izdatel'stvo Instituta Gaidara, 2021. — 344 s., s. 139
  6. Yampol'skaya Diana Olegovna ELEKTRONNAYa PROMYShLENNOST': PERSPEKTIVY RAZVITIYa I SOTRUDNICHESTVA RF S DRUZHESTVENNYMI STRANAMI // Vestn. Tom. gos. un-ta. Ekonomika. 2022. №60. URL:  
<https://cyberleninka.ru/article/n/elektronnaya-promyshlennost-perspektivy-razvitiya-i-sotrudnichestva-rf-s-druzhestvennymi-stranami> (data obrashcheniya: 01.06.2023).
  7. Sakharov Dmitrii Mikhailovich RAZVITIE INSTRUMENTOV GOSUDARSTVENNOI FINANSOVOI PODDERZhKI ROSSIISKOGO EKSPORTA V SOVREMENNYKh USLOVIYakh // Mir novoi ekonomiki. 2022. №4. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/razvitie-instrumentov-gosudarstvennoy-finansovoy-podderzhki-rossiyskogo-eksporta-v-sovremennyh-usloviyah> (data obrashcheniya: 01.06.2023)
  8. Medik Irina Nikolaevna, Chepinoga Oksana Aleksandrovna, Derevtsova Irina Valer'evna VNESHNIE UGROZY EKONOMICHESKOI BEZOPASNOSTI ROSSII // Baikal Research Journal. 2022. №3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/vneshnie-ugrozy-ekonomicheskoy-bezopasnosti-rossii> (data obrashcheniya: 01.06.2023)
  9. Chernenko V.A., Voronov A.A., Reznik I.A. INVESTIROVANIE NATsIONAL'NOI EKONOMIKI: NOVYI FORMAT RAZVITIYa // EV. 2022. №2 (29). URL:  
<https://cyberleninka.ru/article/n/investirovanie-natsionalnoy-ekonomiki-novyy-format-razvitiya> (data obrashcheniya: 01.06.2023)
  10. Vneshneekonomicheskaya deyatel'nost' kak determinant ekonomicheskoi bezopasnosti Rossii: otsenka ugroz i perspektiv razvitiya v usloviyakh sanktsionnykh ogranichenii / E. K. Karpunina, A. Yu. Usanov, S. A. Trufanova, N. N. Gubernatorova // Izvestiya Yugo-Zapadnogo gosudarstvennogo universiteta. Seriya: Ekonomika. Sotsiologiya. Menedzhment. 2022. T. 12, № 5. S. 10–26. <https://doi.org/10.21869/2223-1552-2022-12-5-10-26>
  11. Kompanii s krupneishim VVP po sostoyaniyu za 2022 god, mlrd. doll. SShA // Statista [Elektronnyi resurs]. URL: <https://www.statista.com/statistics/268173/countries-with-the-largest-gross-domestic-product-gdp/> (data obrashcheniya: 21.05.2023)
  12. Indeks chelovecheskogo razvitiya. Dannye za 2021 god // HDR [Elektronnyi resurs]. URL: <https://hdr.undp.org/data-center/human-development-index#/indicies/HDI> (data obrashcheniya: 21.05.2023)
  13. Eti strany yavlyayutsya naibolee privlekatel'nymi dlya investorov posle pandemii COVID-19 // Forbes [Elektronnyi resurs]. URL:  
<https://www.forbes.com/sites/iese/2021/07/08/these-are-the-most-attractive->

- countries-to-investors-post-covid/?sh=6acdcab02698 (data obrashcheniya: 21.05.2023)
14. Krupneishie kompanii po razlichnym pokazatelyam // Companiesmarketcap [Elektronnyi resurs]. URL: <https://companiesmarketcap.com/> (data obrashcheniya: 21.05.2023)
  15. Finansovyi reiting bankov po aktivam// Banki.ru [Elektronnyi resurs]. URL: <https://www.banki.ru/banks/ratings/> (data obrashcheniya: 22.05.2023)
  16. Societe Generale zavershila prodazhu Rosbanka i strakhovogo biznesa v Rossii "Interrosu" // Rossiiskaya gazeta [Elektronnyi resurs]. URL: <https://rg.ru/2022/05/18/societe-generale-zavershila-prodazhu-rosbanka-i-strakhovogo-biznesa-v-rossii-interrosu.html> (data obrashcheniya: 22.05.2023)
  17. Khoum Kredit bank – uzhe ne chast' Home Credit. Bank teper' napolovinu prinadlezhit sebe zhe // Rambler[Elektronnyi resurs]. URL: [https://finance.rambler.ru/business/49248513/?utm\\_content=finance\\_media&utm\\_medium=read\\_more&utm\\_source=copylink](https://finance.rambler.ru/business/49248513/?utm_content=finance_media&utm_medium=read_more&utm_source=copylink) (data obrashcheniya: 22.05.2023)
  18. «Eto ne modno govorit»: Nabiullina prizvala sokhranit' «nedruzhestvennykh» investorov // Forbes.ru [Elektronnyi resurs]. URL: <https://www.forbes.ru/finansy/489390-eto-ne-modno-govorit-nabiullina-prizvala-sohranit-nedruzhestvennykh-investorov> (data obrashcheniya: 23.05.2023)
  19. Vlastyam RF nuzhny investory iz nedruzhestvennykh stran // MBK [Elektronnyi resurs]. URL: <https://www.mbk.ru/news/vlastyam-rf-nuzhny-investory-iz-nedruzhestvennyx-stran> (data obrashcheniya: 21.05.2023)
  20. Il'ya Torosov: ozhidaem k kontsu 2023 goda 250 kompanii v rossiiskikh SAR // Ministerstvo ekonomicheskogo razvitiya Rossiiskoi Federatsii [Elektronnyi resurs]. URL: [https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya\\_torosov\\_ozhidaem\\_k\\_koncu\\_2023\\_goda\\_250\\_kompaniy\\_v\\_rossiyskih\\_sar.html](https://www.economy.gov.ru/material/news/ilya_torosov_ozhidaem_k_koncu_2023_goda_250_kompaniy_v_rossiyskih_sar.html) (data obrashcheniya: 06.02.2023)

## Using additive regression models for short-term forecasting of financial macro-indicators and assessing the potential for financing megaprojects

Kuznetsov Nikolay

Chief Researcher at the Institute for Economic Policy and Economic Security Problems at Financial University under the Government of the Russian Federation

125167, Russia, Moscow, Leningradsky prosp., 49/2

✉ [nkuznetsov@outlook.com](mailto:nkuznetsov@outlook.com)



**Abstract.** The subject of this article is the issue of using additive regression models to predict financial indicators at the macro level. At the same time, special attention is paid to the impact of the economy monetization on the possibility of attracting funding for global development projects (megaprojects). It is shown that the main drawback of the most common forecasting models today is their situation-dependent nature. This, in turn, creates difficulties with the initial setup of the models and the subsequent interpretation of the results obtained, limiting the scope of the models, making the use of this toolkit difficult for financial professionals who do not have special mathematical training. With the help of modeling, forecast values of the gross domestic product (GDP) and money supply (M2) for the short-term time obtained, on the basis of which the expected value of the level of the economy monetization was calculated. Based on a predictive assessment of the level of

monetization, it is shown that at the moment the country has a limited potential for increasing domestic debt, which, in the conditions of closing access to international capital markets and partial blocking of state reserves, can become a factor in disrupting the financing of megaprojects for the economy structural modernization. Directions for improving the monetary policy aimed at correcting this situation and increasing domestic investment activity are proposed.

**Keywords:** structural modernization, financial modeling, economy monetization, megaprojects, macro-indicators, short-term forecasting, money-credit policy, money supply M2, GDP, additive regression models

## References (transliterated)

1. Vertakova Yu.V. Obzor ekonomicheskikh podkhodov i modelei dlya prognozirovaniya VVP // *Ekonomika i upravlenie*. 2016. № 2 (124). S. 22–29.
2. Abdikeev N.M., Pashchenko F.F., Gusev V.B., Ivanyuk V.A., Grineva N.V., Kuznetsov N.V., Malikova O.I., Kuznetsov V.I. Modelirovanie dolgosrochnogo sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossii. M.: KnoRus, 2019. 218 s.
3. Liu H., Chan W.S. Forecasting the GDP Growth Rate Using Mixed-Frequency Data // *International Journal of Forecasting*. 2019. No. 35(3). Pp. 1002–1015.
4. Matrosov V.V., Shalfeev V.D., Modelirovanie ekonomicheskikh i finansovykh tsiklov: generatsiya i sinkhronizatsiya // *Izvestiya vuzov*. 2021. Tom 29. Vyp. 4. S. 515–537.
5. Prognozirovanie i model'nyi apparat // Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii. [Elektronnyi resurs]. URL: [http://www.cbr.ru/dkp/system\\_p/](http://www.cbr.ru/dkp/system_p/) (data obrashcheniya: 21.07.2023).
6. Rukovodstvo po kvartal'nym natsional'nym schetam // Mezhdunarodnyi valyutnyi fond. [Elektronnyi resurs]. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/qna/pdf/2017/QNAManual2017RUS.pdf> (data obrashcheniya: 21.07.2023).
7. Friedman J.H. Stuetzle W. Projection Pursuit Regression // *Journal of the American Statistical Association*. 1981. No. 76. Pp. 817–823.
8. Lukashin Yu.P. Adaptivnye metody kratkosrochnogo prognozirovaniya vremennykh ryadov. – M.: Finansy i statistika, 2003. 416 s.
9. Prophet: Automatic Forecasting Procedure. [Electronic resource]. URL: <https://pypi.org/project/prophet/> (date of access: 21.07.2023).
10. Stan Development Team. [Electronic resource]. URL: <https://mc-stan.org/> (date of access: 21.07.2023).
11. Taylor S.J., Letham B. Forecasting at scale // *PeerJ Preprints*. [Electronic resource]. 2017. URL: <https://peerj.com/preprints/3190/> (date of access: 21.07.2023).
12. Valovoi vnutrennii produkt (kvartaly) // Federal'naya sluzhba gosudarstvennoi statistiki. [Elektronnyi resurs]. URL: [https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP\\_kvartal\\_s1995.xlsx](https://rosstat.gov.ru/storage/mediabank/VVP_kvartal_s1995.xlsx) (data obrashcheniya: 21.07.2023).
13. Denezhnaya massa M2 (natsional'noe opredelenie) // Edinaya mezhvedomstvennaya informatsionno-statisticheskaya sistema. [Elektronnyi resurs]. URL: <https://fedstat.ru/indicator/37697> (data obrashcheniya: 21.07.2023).
14. Otsenka prognoza sotsial'no-ekonomicheskogo razvitiya Rossiiskoi Federatsii na period 2019–2024 godov / V.V.Maslennikov, D.E.Sorokin i dr. // *Finansy: teoriya i praktika*.



2019. T. 23. № 5. S. 126–130.

15. Srednesrochnyi prognoz Banka Rossii // Tsentral'nyi bank Rossiiskoi Federatsii. [Elektronnyi resurs]. URL: [http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast\\_230721.pdf](http://www.cbr.ru/Collection/Collection/File/45148/forecast_230721.pdf) (data obrashcheniya: 21.07.2023).
16. Zenchenko S., Strielkowski W., Smutka L., Vacek T., Radyukova Y., Sutyagin V. Monetization of the Economies as a Priority of the New Monetary Policy in the Face of Economic Sanctions // Journal of Risk Financial Management. 2022. Vol. 15. No. 140. [Electronic resource]. URL: <https://www.mdpi.com/1911-8074/15/3/140> (date of access: 21.07.2023).
17. Goryunov E.L. Monetizatsiya ekonomiki: pokazatel', kotoryi nichego ne pokazyvaet // Voprosy ekonomiki. 2023. № 3. S. 126–158.
18. Tosunyan G.A. Rezervy dlya effektivnogo ispol'zovaniya finansovoi sistemy est' // Vestnik Finansovogo universiteta. 2016. T. 20. № 1(91). S. 8–14.
19. Glaz'ev S.Yu. Osoboe mnenie chlena Natsional'nogo finansovogo soveta o proekte «Osnovnykh napravlenii edinoi gosudarstvennoi denezhno-kreditnoi politiki na 2020 god i period 2021-2022 godov» Banka Rossii // Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal. 2019. № 6. S. 3–25.
20. Plenarnoe zasedanie Peterburgskogo mezhdunarodnogo ekonomicheskogo foruma // Prezident Rossii. 16 iyunya 2023 goda. [Elektronnyi resurs]. URL: <http://kremlin.ru/events/president/news/71445> (data obrashcheniya: 21.07.2023).
21. Minakov A.V., Lapina S.B., Vliyanie urovnya monetizatsii natsional'noi ekonomiki na makroekonomicheskie pokazateli // Rossiiskii ekonomicheskii vestnik. 2020. Tom 3. № 2. S. 123–130.

## Factors for improving the efficiency of mergers and acquisitions

**Lyan Yun'syao**

Graduate Student, Lomonosov Moscow State University

121357, Russia, Moscow region, Moscow, Kremenchugskaya str., 11

✉ [yliyananan@yandex.ru](mailto:yliyananan@yandex.ru)



**Abstract.** Developed in modern conditions, such a new form of enterprise reorganization as mergers and acquisitions has many positive aspects for business, including savings on resources, market share growth and much more. However, not all mergers and acquisitions have high efficiency, some of them are unsuccessful. The reason for this is a variety of factors affecting the effectiveness of influence and acquisition transactions. This article is devoted to the study of these factors. The author discusses the essence and main characteristics of mergers and acquisitions. The dynamics of the volume and territorial representation of mergers and acquisitions in the world in 2015-2022 are analyzed. On the basis of foreign and domestic experience, the author identified and systematized factors that influence the level of efficiency of mergers and acquisitions and contribute to its improvement. The author identified two groups of factors contributing to the greatest efficiency of mergers and acquisitions: factors of efficiency improvement at the initial stage; factors of efficiency improvement at the stage of implementation and subsequent transaction support. Detailed study and planning of the factors included in these groups will contribute to the most effective implementation of

the mergers and acquisitions transaction, as well as increase its efficiency in the future.

**Keywords:** transaction efficiency, economic efficiency indicators, efficiency, acquisition strategies, merger strategies, takeover deals, merger deals, acquisitions of companies, mergers, joint ventures

## References (transliterated)

1. Volkova A. D. Vliyanie sdelok sliyaniya i pogloshcheniya na global'nyu ekonomiku v KhKhI veke / A. D. Volkova // *Sovremennye problemy lingvistiki i metodiki prepodavaniya russkogo yazyka v VUZe i shkole*. 2022. № 37. S. 756-758.
2. Zakharova N. D. Vliyanie sdelok sliyanii i pogloshchenii na stoimost' kompanii / N. D. Zakharova, V. R. Kim, I. A. Ezangina // *Molodoi uchenyi*. 2017/ № 2 (136). S. 424-427.
3. Kriklivets A. A. Ponyatie effektivnosti v ekonomicheskoi nauke / A. A. Kriklivets, P. S. Sukhomyro // *Molodoi uchenyi*. 2019. № 2 (240). S. 238-239.
4. Ovchinnikova L.S. Osobennosti rynkov sliyanii i pogloshchenii na primere Rossii i Kitaya // *Mezhdunarodnaya trgovlya i trgovaya politika*. 2019. №3 (19). S. 83-102.
5. Stepanova A. K. Sliyaniya i pogloshcheniya kak effektivnyi instrument antikrizisnogo upravleniya v sovremennykh usloviyakh razvitiya ekonomiki Rossii / A. K. Stepanova // *Strategii biznesa*. 2022. T. 10, № 4. S. 94-97.
6. Temukueva Zh. Kh. Podkhody k analizu effektivnosti sdelok sliyanii i pogloshchenii: preimushchestva i nedostatki / Zh. Kh. Temukueva // *Konkurentosposobnost' v global'nom mire: ekonomika, nauka, tekhnologii*. 2023. № 2. S. 285-287.
7. Toguzova I. Z. Analiz sdelok sliyanii i pogloshchenii: rossiiskii i mirovoi opyt / I. Z. Toguzova, Z. G. Dryaeva // *Aktual'nye voprosy sovremennoi ekonomiki*. 2022. № 2. S. 186-191.
8. 10 krupneishikh sdelok 2022 goda v mire // RBK. URL: <https://www.rbc.ru/economics/08/01/2023/63a2ee429a794701251e8d78> (data obrashcheniya: 15.04.2023).
9. Broughton K. M&A Likely to Remain Strong in 2022 as Covid-19 Looms Over Business Plans // *The Wall Street Journal*. URL: [https://www.wsj.com/articles/m-a-likely-to-remain-strong-in-2022-as-covid-19-looms-over-business-plans-11640255406?mod=article\\_inline](https://www.wsj.com/articles/m-a-likely-to-remain-strong-in-2022-as-covid-19-looms-over-business-plans-11640255406?mod=article_inline) (date of application: 15.04.2023).
10. Investment Banking Scorecard // Moneybeat. URL <http://graphics.wsj.com/investment-banking-scorecard> (date of application: 15.04.2023).
11. Ruggeri Ch. Joint ventures and partnerships // Deloitte. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/ma-joint-ventures-alternative-structure-transactions.html> (date of application: 15.04.2023).
12. The importance of organizational culture in M&A // Deloitte. URL: <https://www2.deloitte.com/us/en/pages/mergers-and-acquisitions/articles/importance-of-organizational-culture-in-m-and-a.html> (date of application: 15.04.2023)

## Identification of priority mechanisms for tax regulation of individual entrepreneurs by the method of laboratory experiment

**Abstract.** One of the national goals of Russia, the implementation of which is scheduled for 2030, is to reduce the level of poverty by half - to 6.6% of the population, or by 9.5 million people. A significant source of poverty reduction is the development of individual entrepreneurial initiatives and the promotion of self-employment. This circumstance determined the purpose of this study - to identify the importance of individual fiscal factors in starting one's own business and developing entrepreneurship. As a methodological basis of the article, a laboratory experiment was used, conducted in a student environment and additionally tested on existing entrepreneurs and self-employed. The paper describes the results of a laboratory experiment, which is aimed at determining the priority mechanisms for tax regulation of individual entrepreneurs. The scientific novelty of the research is presented in two directions. 1. Improved methodological approach to the implementation of laboratory experiments in the tax area. In particular, the objectivity of the results obtained from the data of the student sample is substantiated. 2. Priority areas of tax incentives for entrepreneurial initiatives have been identified. The Government of the Russian Federation, the Ministry of Finance and the Federal Tax Service of the Russian Federation, the Ministry of Economic Development of the Russian Federation, other interested bodies of state power and administration can use the results of the study in determining ways to develop the tax policy of the Russian Federation in terms of improving the taxation of individual entrepreneurship.

**Keywords:** business, the tax burden, behavioral economics, entrepreneurship, tax incentives, PIT, tax holidays, laboratory experiment, experimental economics, questionnaire

## References (transliterated)

1. Education and training in Europe. 2020 – the contribution of education and training to economic recovery, growth and jobs, European Commission, 2013. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/ALL/?uri=CELEX%3A52012XG1219%2802%29> (data obrashcheniya 12.04.2023 g.)
2. European Framework for Key Competences, European Commission, 2006. – URL: <https://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=OJ:L:2006:394:0010:0018:en:PDF> (data obrashcheniya 01.04.2023 g.)
3. Otchet o NIR «Primenenie metodologii nalogovykh eksperimentov v obrazovatel'nom protsesse dlya opredeleniya optimal'nogo urovnya nalogovoi nagruzki na fizicheskikh lits». 2021 god. Finansovy universitet. 106 s. Registratsionnyi nomer TsITIS 221070600060-0.
4. Muntean A., Gavrilă-Păven I. Why Would Young Students Choose Entrepreneurship? // Annals of the "Constantin Brâncuși" University of Târgu Jiu, Economy Series. 2012. No. 4/2012. Pp. 180-186.
5. Issledovanie: skol'ko stoit nachat' svoi biznes v Rossii // Tin'koff zhurnal. 28.05.2021. – URL: <https://journal.tinkoff.ru/news/how-open-small-biz/> (data obrashcheniya: 17.04.2023).
6. «Sber» nazval srednii razmer pervonachal'nogo vzosna po ipoteke / Ofitsial'nyi sait RBK. 24.03.2021. – URL: <https://realty.rbc.ru/news/605b1f4f9a79474f1e34ee54> (data obrashcheniya: 17.04.2023).

7. Spicer, M. W., Becker, L. A. Fiscal inequity and tax evasion: An experimental approach// National Tax Journal.1980. No. 33(2). Pp. 171-175.
8. Kireenko A. P., Nevzorova E. N., Kireyeva A. F., Filippovich A. S., Khoroshavina E. S. Lab experiment to investigate tax compliance: the case of future taxpayers' behavior in Russia and Belarus // Journal of Tax Reform – 2018.-Vol. 4, No. 3. Pp. 266–290.
9. Noor Hazlina Ahmad, Aizzat Mohd Nasurdin, Hasliza Abdul Halim, Seyedeh Khadijeh Taghizadeh The Pursuit of Entrepreneurial Initiatives at the "Silver" Age: From the Lens of Malaysian Silver Entrepreneurs // Procedia-Social and Behavioral Sciences.-2014. No. 129. Pp. 305-313.
10. Maiburov I.A. Massovyi opportunizm nalogoplatel'shchikov kak sledstvie otsutstviya v nashem obshchestve nalogovoi morali // Nalogi i finansovoe pravo. 2012. № 9. S. 179–192.
11. Alm J. Measuring, explaining, and controlling tax evasion: lessons from theory, experiments, and field studies // International Tax and Public Finance. – 2012. Vol. 19. No. 1. Pp. 54–77.
12. Torgler B. Speaking to theorists and searching for facts: Tax morale and tax compliance in experiments // Journal of Economic Surveys. 2002. Vol. 16. No. 5. Pp. 657–683.
13. Torgler B. Tax compliance and tax morale: a theoretical and empirical analysis. Cheltenham, UK. 2007.
14. Hite P. A. An examination of the impact of subject selection on hypothetical and self-reported taxpayer noncompliance // Journal of Economic Psychology. 1988. No. 9. Pp. 445–466.

## The relationship between the level of expected volatility and multipliers in the US stock market

**Manukian Stella Grishaevna**

Manukyan S.G. post-graduate student of the faculty of Econometrics and Mathematical Methods of Economics, Faculty of the Moscow School of Economics, Lomonosov Moscow State University

119234, Moscow, Leninskie Gory, Lomonosov Moscow State University, 1, p. 61

✉ smanukyan98@mail.ru



**Kurbatskii Aleksei Nikolaevich**

Doctor of Physics and Mathematics

Kurbatskii A.N, PhD, Head of the Department of Econometrics and Mathematical methods of economics, Moscow School of Economics, Lomonosov Moscow State University

119991, Russia, Moscow, Msu str., Leninskie Gory, 1, of. p.1

✉ akurbatskiy@gmail.com



**Malyutina Olga Mikhailovna**

Malyutina O.M, junior research fellow, Institute of Economics, Russian Academy of Sciences, Moscow

117218, Russia, Moscow, Nakhimovsky Prospekt, 32

✉ Malyutinaom@gmail.com



**Abstract.** The subject of the research of this article is to identify the relationship between

financial multipliers and the expected volatility (implied volatility) of shares of companies in the software sector of the United States. The purpose of the work is to investigate and characterize the effects of expected volatility on the undervaluation or overvaluation of company shares. The object of this study are 38 largest companies in the software sector with a capitalization of more than \$ 5 billion. Special attention is paid to the nonparametric Tail model, which allows us to identify and confirm the existence of a relationship between the level of expected volatility and the logarithm of the growth rate of the financial multiplier. The very novelty of the proposed article lies, firstly, in the fact that the analysis was carried out in the coronavirus era, which is timely and interesting, since the Covid-19 pandemic had a serious impact not only on the lives and health of citizens, but also on financial markets. Secondly, interest in this topic cannot weaken due to the constant development and modification of financial markets, which forces investors to develop new and new approaches to evaluating companies for profit. Identifying undervalued companies in the financial market is one of the key goals of analysts and investors, since timely finding companies whose fair value is currently undervalued can bring significantly more income than investing in companies whose stock value is fairly valued. The results achieved within the framework of the conducted research are of practical significance, since they allow us to rank the identified companies with the same level of undervaluation by the value of expected volatility and, thereby, choose the most attractive for investments.

**Keywords:** nonparametric Tail model, historical volatility, Software sector, stocks, implied volatility, financial multipliers, overvalued, undervalued, Covid-19 pandemic, fair value

## References (transliterated)

1. Kurbatskii A.N., Manukyan S.G. «Vliyanie ozhidaemykh tempov rosta pribyli kompanii na ee tekushchuyu otsenku na primere rynka aktsii Soedinennykh Shtatov Ameriki». Finansy, №12, s.50.
2. Yarovaya L., Elsayed A., Hammoudeh S.: Determinants of spillovers between Islamic and conventional financial markets: exploring the safe haven assets during the COVID-19 pandemic. Finance Res. Lett., 43. 2021.
3. Taleb, Nassim Nikolas. Chernyi lebed': pod znakom nepredskazuemosti / Nassim Nikolas Taleb.-2-e izd., dop.-Moskva: KoLibri, 2013 (Tula: Tul'skaya tipografiya (OAO)).-735 s.; ISBN 978-5-389-04641-2
4. Otsenka stoimosti predpriyatiya (biznesa) /A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova, M.A. Eskindarov, T.V. Tazikhina, E.N. Ivanova, O.N. Shcherbakova. — M.: INTERREKLAMA, 2003. S.130.
5. Gladilin A.A., Shmatko S.G. Otsenka tsennykh bumag na osnove mul'tiplikatorov // Ekonomika. Biznes. Banki. 2015. № 2 (11). S.5
6. Kevin Daly Financial Volatility: Issues and Measuring Techniques. Physica A: Statistical Mechanics and its Applications. Pp. 2377–2393.
7. Engle, Robert F. & Manganelli, Simone, 2001. "Value at risk models in finance," Working Paper Series 75, European Central Bank.
8. Andrew Patton: «What good is a volatility model?» Quantitative Finance, 2001, vol. 1, issue 2, 237-245
9. Althouse, Linda Akel; Ware, William B.; Ferron, John M. Detecting Departures from Normality: A Monte Carlo Simulation of a New Omnibus Test Based on Moments. Paper presented at the Annual Meeting of the American Educational Research Association (San Diego, CA, April 13-17, 1998). P.3.

10. Antonie Kotze: Stock Price Volatility: a primer // The South African Financial Markets Journal. 2005.
11. Razvitie nauki i tekhniki: mekhanizmy vybora i realizatsii prioritetov: sbornik statei Mezhdunarodnoi nauchno-prakticheskoi konferentsii (25 dekabrya 201g g., g. Omsk) V 6 ch. Ch.2. /-Ufa : AETERNA, 2017. S.108
12. S.I. Solonin Metod gistogramm // Ural'skii federal'nyi universitet. Elektronnoe izdanie. 2014. S.7 URL: [https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/36132/1/solonin\\_2\\_2014.pdf](https://elar.urfu.ru/bitstream/10995/36132/1/solonin_2_2014.pdf).
13. Irma Lavagnini, Denis Badocco, Paolo Pastore, Franco Magno Theil–Sen nonparametric regression technique on univariate calibration, inverse regression and detection limits // Talanta. №87. 2011. P.187
14. H. Theil. A rank-invariant method of linear and polynomial regression analysis. I, II, III // Nederl. Akad. Wetensch., Proc. 1950. T. 53. P. 389
15. N. Alp Erilli, Kamil Alakus Non-parametric regression estimation for data with equal values // European Scientific Journal. 2014. vol.10, No.4. P.75