

Влияние налоговых льгот на инвестиционную деятельность российских корпораций

Андрей Герман¹, Василиса Макарова^{2,*}

¹ Санкт-Петербургский государственный экономический университет, Санкт-Петербург, Россия

² Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Санкт-Петербург, Россия

Информация о статье

Поступила в редакцию:
23.09.2017

Принята
к опубликованию:
18.10.2017

УДК 336.027

JEL H 71, H 54, H 76, O 18

Ключевые слова:

инвестиции,
стимулирование,
налоговые льготы.

Keywords:

investment, stimulation,
tax incentives.

Аннотация

Представлены результаты анализа фактического использования налоговых льгот в качестве меры стимулирования инвестиционной деятельности. На примере данных компаний Ленинградской области и Дальневосточного федерального округа (ДФО) показано, что налоговые льготы оказывают положительное влияние, одинаковое и для Ленинградской области, и для ДФО. Однако исследование, проведенное при помощи инструментов эконометрического анализа, позволило выделить три группы компаний, различающихся значимостью налоговых льгот для инвестиционной деятельности. Особое внимание стоит обратить на третью группу компаний, применение налоговых льгот которыми негативно сказывается на приросте инвестиций.

The impact of tax incentives on investment activities of Russian corporations

Andrey German, Vasilisa Makarova

Abstract

This article presents the results of an analysis of the actual use of tax incentives as a measure to stimulate investment activity.

Using the example of these companies in the Leningrad Region and the Far Eastern Federal District, it has been shown that tax benefits have a positive effect, which is the same for the Leningrad Region and for the Far Eastern Federal District, but a detailed analysis with the help of econometric analysis tools has made it possible to distinguish three groups of companies that differ in the significance of tax incentives for investment activities. Particular attention should be paid to the third group of companies, the application of tax benefits which has a negative impact on investment growth.

*Автор для связи: E-mail: vmakarova@hse.ru

DOI: <https://dx.doi.org/10.24866/2311-2271/2017-4/73-82>

Налоговые льготы – один из наиболее распространенных способов государственного стимулирования инвестиционной деятельности. Налоговые льготы могут быть установлены для конкретных регионов, что позволяет обеспечить конкуренцию между регионами, стимулировать развитие отдельных регионов. В Российской Федерации установление налоговых льгот по налогу на прибыль, налогу на имущество организаций, подлежащее зачислению в бюджет региона, относится к компетенции региональных органов власти. Тем не менее при установлении льгот, которые приводят к уменьшению доходов бюджета, всегда встает вопрос об их эффективности и значимости для инвесторов.

Различные виды налоговых льгот и их влияние на процесс инвестирования исследовались многими учеными и с разных точек зрения. Так, К. Дойл и С. ван Вийнберген рассматривали причины возникновения инвестиционных налоговых льгот с точки зрения теории игр [1]. Э. Зольт отмечал, что налоговые льготы могут быть эффективными с точки зрения привлечения инвестиций, однако необходимо оценивать издержки, связанные с предоставлением таких льгот [2]. По мнению Р. Боадуэя и А. Ша, налоговые льготы могут как создавать стимулы к инвестированию, так и препятствовать осуществлению инвестиций (к таким льготам, по мнению Р. Боадуэя и А. Ша, могут быть отнесены налоговые каникулы) [3]. Дж. Минтц, исходя из стоимости капитала, сделал вывод о том, что преимущества, предоставляемые инвесторам в рамках налоговых льгот, могут быть не настолько существенными, как это видится изначально [4]. А. Клемм отмечал, что скептицизм в отношении налоговых льгот не всегда оправдан, могут существовать эффективные налоговые льготы, стимулирующие инвестиции (в частности, как ускоренная амортизация, так и пониженные налоговые ставки). Однако он также делал вывод о том, что предоставление налоговых каникул ведет исключительно к осуществлению краткосрочных инвестиций [5, 6].

Проводя исследования в отношении влияния налоговых льгот на осуществление инвестиций, А. Клемм и С. Ван Пэрис на примере развивающихся стран Африки, Латинской Америки и Карибского бассейна за 1985–2004 гг. показали, что продление «налоговых каникул» на срок до 10 лет увеличивает объем прямых иностранных инвестиций на 1 % от ВВП [6]. С. Ван Пэрис и С. Джеймс на основании полученных результатов исследования отмечали, что предоставление налоговых льгот не может отменять необходимость улучшения инвестиционного климата в целом [7].

Как правило, в работах иностранных авторов не затрагиваются вопросы установления налоговых льгот в регионах Российской Федерации. В связи с этим представляется актуальным изучение влияния значимости налоговых льгот на инвестиционный процесс в условиях Российской Федерации. С учетом масштабов территории, а соответственно, и различных условий для бизнеса, равно как и различий в налоговой политике регионов страны, требуется проведение более детального анализа налоговых льгот, установленных по регионам. Таким образом, целью исследования является изучение влияния специфики Российской Федерации в целом на значимость налоговых льгот в инвестиционном процессе, а также специфики отдельных регионов (в частности регионов ДФО) в сравнении с другими регионами (в частности с Ленинградской областью). Конечной целью оценки значимости влияния налоговых льгот на инвестиционный процесс в стране и ее регионах является разработка инструмента-

рия по повышению эффективности устанавливаемых и применяемых инвесторами налоговых льгот.

Значимость влияния налоговых льгот на инвестиционную деятельность компаний Ленинградской области

Примером региона, успешно применяющего региональные налоговые льготы, является Ленинградская область.

Для анализа значимости влияния налоговых льгот на инвестиционную деятельность российских корпораций проведено эмпирическое исследование на основании фактических данных о приросте инвестиций и использовании налоговых льгот. Изначально была составлена выборка компаний, зарегистрированных на территории Ленинградской области, с использованием финансовых данных этих компаний за период 2011–2015 гг. Выборка компаний Ленинградской области обусловлена тем, что данный регион предоставляет региональные налоговые льготы¹ и в нем осуществляется ряд инвестиционных проектов. Для анализа отобраны компании с различной отраслевой деятельностью, выручка которых за 2015 г. составила не менее 1 млрд рублей, т.е. компании, относящиеся к крупным предприятиям². При этом из выборки исключены компании, представляющие финансовый сектор экономики, головные компании холдингов, компании, основная деятельность которых связана со сдачей в аренду, оптовой торговлей. В выборку не попали и компании, которые несли убытки на протяжении всего анализируемого периода, так как не получали эффекта от установления льгот по налогу на прибыль или использования «налогового щита» по заемным средствам.

Таким образом, в выборке представлены компании, как пользующиеся налоговыми льготами³, так и использующие заемные средства в процессе ведения своей основной деятельности, которые могут использовать так называемый «налоговый щит». В результате выборка компаний представлена 91 компанией.

Для оценки влияния налоговых льгот на инвестиционную деятельность в качестве зависимой переменной был использован прирост основных средств⁴, в качестве факторов модели – экономия по налогу на прибыль за исследуемый период (в качестве результата применения налоговых льгот⁵), прирост капитала и резервов⁶, размер налога на прибыль, размер выручки, прирост активов организации.

¹ В форме освобождения от налога на имущество в отношении имущества, созданного в рамках инвестиционного проекта, а также в форме снижения ставки по налогу на прибыль, подлежащему уплате в бюджет Ленинградской области, до 13,5 %.

² В соответствии с постановлением Правительства РФ от 09.02.2013 № 101 «О предельных значениях выручки от реализации товаров (работ, услуг) для каждой категории субъектов малого и среднего предпринимательства», которое действовало в 2015 г.

³ В частности, в форме снижения ставки по налогу на прибыль и (или) в форме возможности переноса накопленных убытков.

⁴ Данный прирост рассматривается в качестве инвестиций.

⁵ Данный показатель рассчитан как разница между налогом на прибыль, рассчитанным по стандартной ставке 20 % от прибыли до налогообложения в соответствии с Отчетом о финансовых результатах, и фактическим налогом на прибыль. Экономия по налогу на прибыль была выбрана в качестве результата применения льгот, так как информация о ней может быть взята из Отчета о финансовых результатах.

⁶ Итог Раздела 3 Баланса.

Предполагается, что прирост активов, капитала и резервов, как и размер выручки, прямо связан с инвестиционными вложениями. Возможно также, что увеличение налога на прибыль приводит к снижению суммы инвестиционных вложений, а налоговые льготы – к увеличению инвестиций.

Налоговые льготы в Ленинградской области в течение 2011–2015 гг. могли предоставляться на основании планируемых инвестиций⁷ или на основании фактически осуществленных инвестиций⁸. Следовательно, можно допустить, что до осуществления инвестиций корпоративный инвестор уже мог быть простимулирован гарантированным предоставлением налоговых льгот в будущем, после осуществления инвестиций, или же мог быть простимулирован тем, что в будущем, после осуществления инвестиций, у него будет возможность получить налоговые льготы.

Данные для проведения эконометрического анализа были получены из базы данных СПАРК⁹, анализ проведен при помощи пакета прикладных программ SPSS IBM. Для модели исследования выбрана линейная модель, так как льготы носят случайный единичный для компании характер, и возможность применения анализа на основе панельных данных не рассматривается.

Предварительный анализ данных был выполнен при помощи графического анализа Voxplot, который продемонстрировал, что показатели 21 компании (23 % выборки) значительно отличаются от показателей выборки в целом; эти компании в совокупности представляют собой общий срез выборки: они разные как по размеру, так и по виду деятельности.

Анализ данных на мультиколлинеарность¹⁰ позволил сделать вывод, что в пределах статистической значимости и с 95 %-й вероятностью выручка является мультиколлинеарным фактором с размером налога на прибыль, поэтому выручка была удалена из дальнейшего статистического исследования (табл. 1).

В соответствии с данными табл. 2 можно сделать вывод о том, что модель имеет значимость.

Исключение выбросов и грубых ошибок из выборки позволило сформировать результаты исследования по основной группе компаний – 77 % выборки (табл. 3).

В данном случае активы и налог на прибыль оказываются статистически незначимыми для модели исследования. Удаление этих факторов позволило смоделировать следующие результаты исследования:

$$y = 0,015 + 1,007x_1 + 0,193x_2, \quad (1)$$

где y – прирост основных средств; x_1 – экономия по налогу на прибыль; x_2 – прирост капитала и резервов.

⁷ В соответствии с Областным законом Ленинградской области от 22.07.1997 № 24-оз «О государственной поддержке инвестиционной деятельности в Ленинградской области».

⁸ В соответствии с Областным законом Ленинградской области от 22.07.1997 № 24-оз «О государственной поддержке инвестиционной деятельности в Ленинградской области» или в соответствии с Областным законом Ленинградской области от 29.12.2012 № 113-оз «О режиме государственной поддержки организаций, осуществляющих инвестиционную деятельность на территории Ленинградской области, и внесении изменений в отдельные законодательные акты Ленинградской области», так же как и льгота, связанная с возможностью переноса убытков, которая предоставляется на основании фактически понесенных убытков.

⁹ Система СПАРК [Электронный ресурс]. Режим доступа: <http://www.spark-interfax.ru/>, платный, (дата обращения: 12.06.2017).

¹⁰ Здесь и далее приведены обозначения SPSS IBM.

Таблица 1

Анализ данных на мультиколлинеарность

Coefficients ^a							
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
(Constant)	0,169	0,161		1,050	0,297		
Активы, прирост,	0,135	0,025	0,469	5,403	0,000	0,372	2,686
Экономия по налогу на прибыль	3,056	0,714	0,369	4,279	0,000	0,379	2,642
Капитал и резервы, прирост	0,236	0,050	0,356	4,679	0,000	0,486	2,056
Налог на прибыль	-0,085	0,094	-0,111	-0,903	0,369	0,187	5,352
Выручка	-0,005	0,007	-0,104	-0,760	0,449	0,152	6,599

a. Dependent Variable: Основные средства, прирост

Источник: расчеты авторов.

Таблица 2

Дисперсионный анализ

ANOVA ^a						
Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	458,691	5	91,738	54,193	0,000 ^b
	Residual	143,887	85	1,693		
	Total	602,578	90			

a. Dependent Variable: Основные средства, прирост

b. Predictors: (Constant), Выручка, Экономия по налогу на прибыль, Капитал и резервы, прирост, Активы, прирост, Налог на прибыль

Источник: расчеты авторов.

Таблица 3

Регрессионный анализ

Coefficients ^a										
Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	95,0 % Confidence Interval for B		Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Lower Bound	Upper Bound	Tolerance	VIF	
1	(Constant)	2,096	1,281		1,636	0,130	-0,724	4,917		
	Активы, прирост	0,057	0,072	0,190	0,783	0,450	-0,103	0,216	0,530	1,888
	Экономия по налогу на прибыль	2,379	1,445	0,346	1,647	0,128	-0,800	5,559	0,704	1,420
	Капитал и резервы, прирост	0,284	0,130	0,518	2,185	0,051	-0,002	0,570	0,554	1,806
	Налог на прибыль	-0,141	0,133	-0,241	-1,063	0,311	-0,434	0,151	0,607	1,647

a. Dependent Variable: Основные средства, прирост.

Источник: расчеты авторов.

Далее был произведен анализ выбросов, представляющих собой 23 % выборки.

Регрессионная модель подтвердила значимость размера собственного капитала и экономии по налогу на прибыль, остальные факторы также были незначимыми, однако распределение коэффициентов отличается от такового основной массы компаний:

$$y = 2,244 + 3,039x_1 + 0,294x_2, \quad (2)$$

где y – прирост основных средств; x_1 – экономия по налогу на прибыль; x_2 – прирост капитала и резервов.

Для данной группы компаний эффект от экономии по налогу на прибыль в 3 раза превышает аналогичный эффект для основной массы компаний. То есть можно сделать вывод, что для 23 % компаний 1 рубль экономии по налогу на прибыль увеличивает объем инвестиций в основные средства в среднем на 3 рубля, тогда как для 77 % компаний 1 рубль экономии по налогу на прибыль – только на 0,007 рублей. Иными словами, общий экономический эффект от экономии по налогу на прибыль для 23 % компаний равен 4,039 рубля на 1 рубль льгот, для 77 % – 2,007 рубля¹¹. С финансовой точки зрения экономический эффект 77 % компаний определяется особенностями налогообложения инвестиционной деятельности (возможность применения «налогового щита» по процентам от заемных средств), а 23 % компаний – использованием налоговых льгот в форме пониженной ставки налога на прибыль и возможностями переноса убытка.

Значимость влияния налоговых льгот на инвестиционную деятельность корпораций Ленинградской области и регионов ДФО

Налоговые льготы, аналогичные льготам, установленным в Ленинградской области, т. е. освобождение от налога на имущество и снижение ставки до 13,5 % по налогу на прибыль, подлежащему зачислению в региональный бюджет, устанавливаются также законодательством регионов ДФО. В частности, такие льготы установлены в Хабаровском, Приморском краях, Амурской, Сахалинской областях, Чукотском автономном округе, Еврейской автономной области. Кроме того, на федеральном уровне (вкуче с соответствующим региональным законодательством) в целях развития регионов Дальнего Востока в 2014–2017 гг. были установлены налоговые режимы, предоставляющие более «щедрые» налоговые льготы.

В частности, были установлены¹²:

– режим региональных инвестиционных проектов (РИП), позволяющий снизить ставку налога на прибыль до 0 %;

– режим территорий опережающего социально-экономического развития (ТОСЭР), который также предоставляет снижение ставки по налогу на прибыль до 0 %, освобождение от налога на имущество и иные налоговые льготы. При этом первые ТОСЭР были организованы также в регионах российского Дальнего Востока;

– режим территории свободного порта Владивосток, льготы в рамках которого аналогичны льготам в ТОСЭР.

¹¹ С учетом самой экономии по налогу на прибыль.

¹² См. ст. 284.3, 284.3-1, 284.4 Налогового кодекса Российской Федерации.

Отсюда возникает необходимость проанализировать, насколько льготы, установленные в регионах ДФО, влияют на инвестиции российских корпораций. В связи с этим выборка компаний была расширена до 216 за счет включения в нее компаний, зарегистрированных в ДФО. Критерий отбора был аналогичен критерию, применяемому на предыдущем этапе анализа.

Для проверки различий между выборками компаний Ленинградской области и ДФО был использован критерий Вилкоксона. В результате выявлено, что в рамках статистической значимости 0,95 отсутствуют различия между выборками Ленинградской области и ДФО. Соответственно, компании из указанных регионов были объединены в одну выборку – всего 213 компаний.

В целях определения возможного влияния отраслевой принадлежности на инвестиции в модель был добавлен критерий принадлежности к одной из следующих отраслей: услуги, транспорт, коммунальный сектор, строительство, обрабатывающие производства.

По результатам анализа указанная выборка из 213 компаний была разделена на три различные группы.

Для наиболее существенной группы, представленной 127 компаниями (60 % выборки), была выявлена следующая зависимость между объемом инвестиций в основной капитал и факторами, влияющими на объем инвестиций:

$$y = 0,65 + 0,44x_1 + 0,228x_2 + 0,106x_3, \quad (3)$$

где y – прирост основных средств за анализируемый период; x_1 – прирост активов за анализируемый период; x_2 – прирост капитала и резервов за анализируемый период; x_3 – соответствие транспортной отрасли.

Таким образом, при добавлении компаний, зарегистрированных в ДФО, наличие налоговой экономии перестает быть существенным фактором, влияющим на объем инвестиций. Таким фактором становится принадлежность к транспортной отрасли. Наличие такого положительного фактора, как принадлежность к транспортной отрасли, для компаний Ленинградской области и ДФО может объясняться тем, что в данных регионах расположены крупнейшие порты Российской Федерации. Следовательно, значимые инвестиционные проекты в транспортной отрасли осуществляются в данных регионах.

Вторая группа состоит из 72 компаний (34 % выборки), в отношении которых между объемом инвестиционных затрат и факторами, влияющими на инвестиции, была установлена следующая зависимость:

$$y = 0,708 + 0,146x_1 + 0,645x_2, \quad (4)$$

где y – прирост основных средств за анализируемый период; x_1 – прирост капитала и резервов за анализируемый период; x_2 – экономия по налогу на прибыль за анализируемый период.

Для данной группы компаний установлено, что 1 рубль экономии по налогу на прибыль приводит к 0,645 рубля инвестиций в основные средства. Таким образом, несмотря на то, что для данной группы компаний экономия по налогу на прибыль оказывает влияние на инвестиции, ее влияние значительно меньше, чем для компаний, зарегистрированных только в Ленинградской области. В то же время для данной группы отсутствует чувствительность объема инвестиций к отрасли.

По результатам анализа выбросов и отклонений была сформирована третья группа из 11 компаний (6 % выборки), для которой между факторами,

влияющими на инвестиции, и объемом инвестиций определена следующая линейная зависимость:

$$y = 6,341 + 0,746x_1 - 5,803x_2, \quad (5)$$

где y – прирост основных средств; x_1 – прирост капитала и резервов; x_2 – экономия по налогу на прибыль.

Можно сделать вывод, что предоставление налоговых льгот оказывает негативное влияние на инвестиции данной группы компаний. Анализ показал, что некоторые компании, попавшие в выбросы, осуществили крупные инвестиции, но не получили налоговой экономии по налогу на прибыль. Напротив, они имеют эффективную ставку налога на прибыль, превышающую стандартную – 20 %. По всей вероятности, такие компании не применяют налоговые льготы (в частности, в силу невыполнения критериев для применения налоговых льгот) и при этом имеют так называемые временные разницы, в силу которых прибыль по бухгалтерскому учету у них ниже, чем прибыль по данным налогового учета. Это обстоятельство может быть связано и с участием компании в консолидированной группе налогоплательщиков (КГН), и с отражением в бухгалтерской отчетности налога на прибыль, распределяемого на компанию согласно правилам, установленным для участников КГН, в результате чего такой налог может превышать сумму налога на компанию, как если бы она была индивидуальным налогоплательщиком.

Заключение

По результатам анализа можно сделать вывод, что для компаний в Ленинградской области налоговые льготы, а также возможность использования «налогового щита» – это факторы, влияющие на величину инвестиционных затрат. В то же время при добавлении компаний из ДФО указанный эффект налоговых льгот на инвестиции применим только к 34 % выборки, при этом размер этого эффекта снижается по сравнению с компаниями из Ленинградской области, рассмотренными изолированно.

Теоретическая значимость данного исследования состоит в том, что, несмотря на наличие установленных законодательно равнозначных льгот на территории Ленинградской области и в регионах ДФО, на Дальнем Востоке указанные льготы в рассмотренный период не оказывали значимого влияния на инвестиционный процесс для наибольшей части выборки компаний. Это подтверждается налоговой статистикой, в соответствии с которой сумма налоговых льгот в форме пониженных ставок по налогу на прибыль, использованных налогоплательщиками в Ленинградской области, превышает сумму льгот, использованных налогоплательщиками в ДФО в 2015–I квартале 2017 гг. (табл. 4).

Причиной различий между Ленинградской областью и ДФО могут являться как отраслевые различия между инвесторами в данных регионах, так и непроработанность нормативной базы по применению налоговых льгот в ДФО, в результате чего они становятся малопривлекательными для инвесторов, в частности по сравнению с Ленинградской областью.

С практической точки зрения данные выводы свидетельствуют о том, что нормативная база для применения льгот должна быть сформирована исходя из интересов инвесторов, но при этом инвесторам следует обращать внимание на предоставляемые им возможности налоговой экономии.

Таблица 4

Сумма недопоступления налога на прибыль в результате применения налоговых льгот в Ленинградской области (ЛО) и Дальневосточном федеральном округе (ДФО) за 2015 – I кв. 2017 гг., тыс. руб.

Регион	Региональные налоговые льготы		РИП		ТОСЭР	
	Льгота	Пользователи	Льгота	Пользователи	Льгота	Пользователи
1 кв. 2017 г.						
ЛО	776 029	68	–	–	–	–
ДФО	177 075	10	288 264	8	133 651	52
2016 г.						
ЛО	4 712 431	51	–	–	–	–
ДФО	393 861	12	1 176	6	33 537	53
2015 г.						
ЛО	3 927 871	45	–	–	–	–
ДФО	389 192	14	0	2	0	3

Примечание. Пользователи – компании, участвующие в специальных программах и налоговых режимах.

Источник: Режим доступа: https://www.nalog.ru/rn77/related_activities/statistics_and_analytics/forms/, свободный (дата обращения: 05.08.2017).

В то же время величина льгот, используемых в ДФО, растет в основном за счет применения недавно установленных режимов РИП и ТОСЭР. Расширение видов предлагаемых для ДФО льгот может увеличить применение их инвесторами. Таким образом, по мере увеличения объема применения налоговых льгот компаниями, осуществляющими деятельность в ДФО, можно ожидать роста уровня значимости влияния налоговых льгот на инвестиционный процесс.

Результаты проведенного исследования, в том числе в отношении опыта других регионов, могут быть использованы в качестве основы для анализа при разработке и изменении нормативной базы, регулирующей применение налоговых льгот в ДФО.

Список источников / References

1. Wijnbergen D., Taxation of foreign multinationals: a sequential bargaining approach to tax holidays, 1984. DOI: 10.1007/BF00873838. Available at: <https://www.researchgate.net> (accessed 09.10.2017).
2. Zolt, E. Paper for workshop on tax incentives and base protection. New York, 23–24 April 2015. Available at: <http://www.un.org> (accessed 09.10.2017).
3. Boadway R., Anwar S. How tax incentives affect decisions to invest in developing countries. *Policy Research Working Paper Series 1011. The World Bank.* 1992.
4. Mintz, J., Corporate tax holidays and investment. *The world bank economic review* 1990. Vol. 4, no. 1, pp. 81–102.
5. Klemm, A. Causes, Benefits, and Risks of Business Tax Incentives, 2009. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp0921.pdf>. (accessed 09.10.2017).

6. Klemm A., Van Parys S. Empirical Evidence on the Effects of Tax Incentives. *IMF*. 2009. WP/09/136. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2009/wp09136.pdf>. (accessed 09.10.2017).
7. Van Parys S., Sebastian J. Why Tax Incentives May be an Ineffective Tool to Encouraging Investment? – The Role of Investment Climate. *International Monetary Fund, World Bank Group*. 2009. Available at: <http://ssrn.com/abstract=1568296>. (accessed 09.10.2017).

Сведения об авторах / About authors

Герман Андрей Александрович, аспирант кафедры корпоративных финансов и оценки бизнеса. Санкт-Петербургский государственный экономический университет. 191023, Санкт-Петербург, ул. Садовая, дом 21. *E-mail: marteleur@yandex.ru*

Andrey A. Herman, Post-Graduate Student, Department of Corporate Finance and Business Valuation St. Petersburg State Economic University, 191023, Saint Petersburg, 21, Sadovaya St. *E-mail: marteleur@yandex.ru*

Макарова Василиса Александровна, кандидат экономических наук, департамент финансов Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». 194100 Россия, г. Санкт-Петербург, ул. Кантемировская, д. 3, корп. 1. *E-mail: vmakarova@hse.ru*

Vasilisa A. Makarova, PhD in Economics, Department of Finance, National Research University «Higher School of Economics.» 194100 Russia, St. Petersburg, 3 Kantemirovskaya St, Building 1. *E-mail: vmakarova@hse.ru*