

# Глава 2

## Налогообложение

*Разделы программы*

- (b)(vi)1. Различия в налогообложении регулярного дохода, прироста капитала и полного инвестиционного дохода; влияние, которое разные методы налогообложения могут оказать на поведение инвестора.*
- (b)(vi)2. Опишите возможные методы налогообложения прибыли компании и влияние, которое эти методы налогообложения могут оказать на поведение инвестора.*

### 1. Налогообложение инвестиций

#### 1.1 Введение

Налогообложение инвестиционных доходов является одним из важнейших факторов, рассматриваемых инвестором при выборе инвестиций. Каждый инвестор, индивидуум или учреждение, постарается максимизировать доходность после налогообложения (конечно с учетом ограничения риска), и, поэтому, постарается найти эффективные с точки зрения налогов инвестиции. Нужно рассмотреть следующие факторы:

- общую ставку налогообложения инвестиций и разделение налога по компонентам инвестиционного дохода;
- даты уплаты налогов;
- удерживается ли налог у источника, или он должен быть уплачен впоследствии;
- в какой степени, удерживаемые у источника налоги могут быть получены инвестором обратно;
- в какой степени убытки и доходы могут, в целях налогообложения, быть агрегированы по разным инвестициям или по разным периодам времени.

Другими словами, нам нужно знать эффективную ставку налога после того, как мы учтем время уплаты налога и степень, в которой уплаченные по активу налоги могут быть зачтены в счет других налоговых обязательств.

## Вопрос 2.1

Инвестор А платит следующие налоги:

- 45% налог на регулярный инвестиционный доход от активов типа X, удерживаемый у источника;
- 20% налог на реализованный прирост капитала от активов типа X, уплачиваемый через 1 год после реализации.

Вычислите ожидаемую нетто доходность для инвестора от инвестиций типа X, купленных за 100 единиц, которые дадут:

- (a) один платеж регулярного дохода через 1 год, равный 5;
- (b) ожидаемую стоимость капитала через 2 года, равную 110; в этот момент инвестиции будут проданы.

При прочих равных, целью инвестора является максимизация полученной от его инвестиций нетто ставки доходности, после учета налогов. Воздействие налогообложения на полученную доходность тем выше, чем выше размер уплаченного налога и чем раньше нужно платить налог. Поэтому инвесторы могут искать способы минимизации своих обязательств по налогам и/или их отсрочиванию. Степень, в которой прибыли и убытки по индивидуальным инвестициям могут быть просуммированы, также может повлиять на выбор инвестиций.

**На эти факторы могут влиять:**

- **общая налоговая система, например, ставки налогов и освобождение от налогов;**
- **конкретные правила для индивидуальных типов активов;**
- **собственный статус инвестора (индивидуум или конкретный тип учреждения);**
- **финансовое положение инвестора;**
- **налоговая эффективность учреждения, используемого для владения активами.**

«Собственное финансовое положение инвестора» может повлиять как на ставки налогов, так и на базис налогообложения. Многие налоговые системы являются прогрессивными, т.е. предельная ставка налога возрастает по мере роста дохода инвестора. И наоборот, регрессивная налоговая система – это система, в которой маргинальная ставка налога падает с ростом дохода инвестора.

Если инвестиционное учреждение (например, совместный инвестиционный фонд) используется для владения активами, инвестору, возможно, придется рассмотреть как налоги, уплачиваемые учреждением по соответствующим активам, так и дальнейшие налоги, которые инвестор должен платить за владение паями инвестиционного учреждения.

**Возможные комбинации вышеуказанных факторов могут сделать налоговое планирование чрезвычайно сложным. Даже налоговым органам трудно точно предсказать воздействие изменения правил, поскольку рынок может адаптироваться к новому регулированию непредсказуемыми способами.**

## Пример

Примером того, как инвестиционные рынки реагируют на налоговую среду, в которой они работают, является существование *совместных инвестиционных учреждений с разделенным капиталом*. Это инвестиционные фонды, предлагающие инвесторам выбор из двух типов акционерного капитала: один дает право на зарабатываемый фондом регулярный доход, а другой - на прирост капитала.

При прочих равных, инвесторы захотят избежать уплаты налогов, которые, в конечном итоге сокращают, объем средств, которые они имеют в наличии для достижения инвестиционных целей. Поэтому, инвесторы, платящие более высокие налоги на доход, чем на прирост капитала, скорее предпочтут инвестиции, дающие основную часть инвестиционной доходности за счет прироста капитала, а не дохода (и наоборот). Таким образом, акционерный капитал, дающий право на доход, будет более привлекателен для инвесторов, имеющих низкие или нулевые ставки налога на доход, хотя на выбор инвестиций будут, вероятно, влиять и другие факторы. И наоборот, акционерный капитал, дающий право на прирост капитала, будет более привлекателен для инвесторов, имеющих более низкие ставки налога на прирост капитала (или меньшую потребность в регулярном доходе).

## 1.2 Налогообложение регулярного дохода и прироста капитала

**Многие налоговые системы различают (регулярный) доход и увеличение стоимости основного капитала. Ставки налога на доход и прирост капитала могут быть различными, и каждая может иметь отдельное ежегодное освобождение от налогов. Более того, инвестиционный доход может облагаться по иной ставке, чем «заработанный» доход.**

**Налоги на прирост капитала могут взиматься только с реального роста стоимости активов. Налог на прирост капитала обычно уплачивается после продажи актива. Это может привести к тому, что инвесторы постараются отсрочить налоговые обязательства, избегая кристаллизации прироста капитала. Вместо продажи, они могут для уменьшения подверженности некоторому активу, использовать производные инструменты.**

За счет использования производных инструментов, эффективная подверженность активам может быть изменена почти так же, как если бы активы были заменены. Однако поскольку фактически активы не проданы, прирост капитала не кристаллизован и налоговые обязательства не возникают (или, по крайней мере, откладываются до окончательной продажи актива).

**Существование ежегодного освобождения от налогов также может привести к тому, что индивидуальный инвестор будет продавать и покупать вновь активы, чтобы кристаллизовать прирост капитала и воспользоваться годовым освобождением.**

Этот процесс иногда называют «кровать и завтрак». Если прирост от продажи и повторной покупки меньше годового освобождения, то налоговые обязательства не возникают. Если последующие приросты капитала облагаются налогом на основе цены повторной покупки, а не цены оригинальной покупки, конечные налоговые обязательства будут уменьшены.

Экономии на налогах нужно сравнивать с дополнительными издержками на транзакции. Кроме того, налоговые органы могут установить минимальный период между покупкой и продажей, чтобы кристаллизация прироста вступила в действие. В этом случае, инвестор будет нести риск того, что цена актива вырастет в промежутке между датами продажи и повторной покупки.

Еще одним вариантом налогообложения прироста капитала является введение зависимости ставки налога от продолжительности владения активом. Если ставки убывают во времени, это может поощрить долгосрочные инвестиции. Если ставки со временем возрастают, это может поощрить более частое обновление портфелей.

**Различные методы налогообложения дохода и прироста капитала могут деформировать рынок даже в пределах конкретного класса активов. Например, если доход облагается налогом, а прирост капитала не облагается, платящий налоги инвестор предпочтет активы с низким уровнем дохода активам с высоким уровнем дохода. Освобожденный от налогов инвестор, который не различает доход и прирост капитала, обнаружит при этом, что облигации с высокими купонами более привлекательны, поскольку плательщики налогов подняли цены облигаций с низкими купонами. Это лишь один из примеров влияния налогов на инвестиционные рынки.**

В любой момент времени, фактическая цена актива отражает влияние налогов на нетто доходность, которую получает *маргинальный* инвестор, который как раз готов уплатить эту цену, чтобы купить актив. Поэтому, влияние налогообложения на доходность для инвестора является одной из причин, по которой оценка инвестором конкретного актива может отличаться от рыночной стоимости и, следовательно, одной из причин возможности оценки активов на ином, чем рыночная стоимость, базисе.

**Различие между доходом и приростом капитала может привести к проблемам, поскольку для некоторых инвестиций трудно различить доход и прирост капитала. Примером является разбиение облигаций с созданием серии инструментов, каждый из которых дает один платеж.**

Разбиение облигации означает, что каждая выплата купона и капитала может продаваться отдельно. Каждая отдельная выплата купона является в этом случае отдельной инвестицией, дающей определенную единственную выплату в известный момент времени. В результате, купон, выплачиваемый в момент  $t$ , очень мало отличается от бескупонной облигации, предоставляющей возврат капитала в момент  $t$ .

**Альтернативой раздельного налогообложения дохода и прироста капитала является налогообложение суммарного дохода от инвестиций. Это позволяет избежать некоторых проблем раздельного налогообложения но, если только выплата налога не проводится после продажи актива, для вычисления полного дохода потребуется проводить оценивание. Кроме того, инвесторы могут столкнуться с проблемой отсутствия (фактического) дохода для уплаты налога. Поэтому налогообложение полного дохода будет, вероятно, разумным только для товарных активов.**

## *Другие формы налогообложения*

К другим формам налогообложения инвесторов относятся:

- налог на покупку активов. Примером является гербовый сбор в Великобритании, который является **налогом, уплачиваемым при покупке или передаче различных типов активов, включая британские акции;**
- уплачиваемый на зарубежные инвестиции *вычитаемый налог*, который обычно имеет ставки, отличающиеся от ставок налогообложения отечественных инвестиций. Зарубежный инвестиционный доход отечественных резидентов (физических или юридических лиц) обычно облагается и в стране инвестирования, и в собственной стране инвестора. Однако существование соглашений между странами об избежании двойного налогообложения означает, что уплаченные за рубежом налоги, часто могут быть вычтены из отечественных налогов. Однако брутто инвестиционные фонды обычно не могут получить обратно уплаченные за рубежом налоги на инвестиции.

### **Вопрос 2.2**

На некотором рынке, существуют два типа инвестиций, X и Y, и два инвестора. Инвестор А платит 50% налог на доход и 20% налог на прирост капитала. Инвестор В платит 40% налог на доход и 30% налог на прирост капитала. Каждая из двух инвестиций дает близкую общую доходность до уплаты налогов, но:

- Инвестиции X дают низкий уровень дохода;
- Инвестиции Y дают высокий уровень дохода.

В предположении, что уровень состояния инвесторов А и В аналогичен, объем доступных инвестиций X и Y близок, какой тип инвестиций скорее всего выберет инвестор В?

## 2. Корпоративное налогообложение

Прибыль компании (обычно после вычета процентов) может быть распределена между акционерами или оставлена в компании. Способ налогообложения нераспределенной и распределенной прибыли определит предпочтения инвестора в отношении дивидендов или роста стоимости капитала, которая возникнет за счет нераспределенной прибыли или выкупа акций. Например, система, делающая дивиденды привлекательными, с точки зрения налогов, для существенного количества инвесторов, может привести к давлению на компании с целью получения высоких дивидендов. Правительство может попытаться создать нейтральную, насколько это только возможно, систему, или может сделать дивиденды желательными или не желательными, и соответствующим образом манипулировать системой.

Налогообложение процентов, выплачиваемых по корпоративным займам, также повлияет на относительную привлекательность долгового и акционерного финансирования.

Во многих странах, проценты по корпоративным займам платятся из прибыли до налогообложения, тогда как дивиденды по акциям платятся из прибыли после налогообложения. Это отличие в налогообложении может сделать долговое финансирование более предпочтительным, чем акционерное, в ситуациях, когда без такого различия компания считала бы оба варианта равноценными.

Аналогично, различные ставки налогов на нераспределенную и распределенную прибыль могут повлиять на выплачиваемый компаниями уровень дивидендов по акциям.

### 2.1 Системы корпоративного налогообложения

Системы корпоративного налогообложения могут варьироваться от страны к стране. Существуют три основных системы.

#### *Классическая*

В классической системе корпоративного налогообложения, прибыль компании облагается налогом дважды: один раз в компании и второй раз у инвестора. Инвестор может платить налог на доход от распределения и налог на прирост капитала, возникающий за счет роста цены акции.

#### *Раздельные ставки*

Система с раздельными ставками аналогична классической системе, но с распределенной и нераспределенной прибыли взимаются разные ставки налогов. Эта система часто используется в случаях, когда доход и прирост капитала облагаются по разным ставкам. Поэтому, более высокий уровень налога на доход, чем на прирост капитала, сочетается с более высокой ставкой налога на нераспределенную прибыль, чем на распределенную.

### Вопрос 2.3

Почему правительство может использовать систему корпоративного налогообложения с отдельными ставками?

### *Вменение*

**В системе вменения, компания должна вычесть некоторый уплачиваемый инвестором налог на распределение и уплатить его правительству напрямую. Эта величина может затем быть зачтена в счет полного корпоративного налога компании.**

**Вычитаемый компанией налог является «вмененным» для акционера, который возможно сумеет затребовать его назад, если он не обязан платить налог. Если ставка налога, которую он должен платить, выше вмененной ставки, ему, возможно, придется уплатить дополнительный налог на дивиденды. Подробное описание системы может быть очень сложным. Например, некоторые классы не платящих налоги инвесторов могут получить вмененный налог обратно, тогда как другие – не могут.**

### Пример

Вышеуказанная система вменения использовалась в Великобритании до недавнего времени. Она была связана с системой налоговых кредитов, которые работали примерно следующим образом.

Если компания платит нетто (т.е. после уплаты корпоративного налога) дивиденд, равный 80 фунтам, то акционер получает от компании чек на 80 фунтов *плюс* налоговый кредит в размере 20 фунтов (т.е.  $80/0.8=80$ ). Уплатившая дивиденд компания уплатит правительству корпоративный налог, основанный на налоговом кредите. В конце налогового года, компания вычисляет свои основанные на годовой брутто прибыли налоговые обязательства, которые она сможет уменьшить на размер уже уплаченного налога.

В зависимости от их собственного налогового положения, получатели дивидендов:

- затребуют налоговый кредит обратно, если они являются освобожденными от налогов брутто инвесторами;
- не будут иметь дополнительных налоговых обязательств в отношении дивидендов, если они платят базовые налоги;
- должны будут заплатить дополнительный налог в отношении дивидендов (по ставке, равной разнице между своей собственной предельной ставкой налога на доход и 20% ставкой, по которой был вычтен корпоративный налог), если они платят более высокие налоги.

## Глава 2. Резюме

Налогообложение инвестиционных доходов является одним из основных факторов, рассматриваемых инвестором при выборе инвестиций. При прочих равных, как индивидуальные инвесторы, так и учреждения, постараются максимизировать налог после налогообложения, что будет зависеть от:

- общей ставки налогообложения инвестиций;
- разделения налога между доходом и приростом капитала;
- даты уплаты налогов;
- вычитается ли налог у источника, или он должен быть уплачен впоследствии;
- в какой степени, удерживаемые у источника налоги могут быть получены инвестором обратно;
- в какой степени убытки и доходы могут, в целях налогообложения, быть агрегированы по разным инвестициям или по разным периодам времени.

Налогообложение дохода и прироста капитала может существенно отличаться. Любое различие в налогообложении повлияет на предпочтения инвестора в отношении двух элементов доходности инвестиций. Альтернативно, налоговые обязательства инвестора могут быть основаны на полном полученном доходе.

Тремя основными системами корпоративного налогообложения являются *классическая, с разделенными ставками* и *вмененная* системы. Взаимодействие налогообложения доходов от инвестиций и корпоративной прибыли может быть очень сложным.



## Решения

### Решение 2.1

Уравнение стоимости, корнем которого будет ожидаемая нетто доходность  $i$ :

$$100 = \frac{(1-0.45) \times 5}{1+i} + \frac{110}{(1+i)^2} - \frac{0.2 \times (110-100)}{(1+i)^3}$$

т.е.

$$100 = \frac{2.75}{1+i} + \frac{110}{(1+i)^2} - \frac{2}{(1+i)^3}.$$

Решая это уравнение с использованием интерполирования, получим ожидаемую нетто доходность, примерно равную 5.3% в год. Отметим, что начальная оценка для  $i$  может быть получена с использованием аппроксимации  $(1+i)^t \cong (1+it)$ .

Предположения:

- доход и прирост капитала (включая деньги, которые нужно будет выплатить налоговым органам) могут быть реинвестированы с той же нетто ставкой;
- издержки можно проигнорировать;
- индексация прироста капитала и личные налоговые льготы отсутствуют;
- база и ставки налогов неизменны.

### Решение 2.2

Оба варианта инвестиций дают близкую брутто доходность. Однако поскольку инвесторы платят более высокий налог на доход, чем на прирост капитала, они предпочли бы получать, в основном, прирост капитала, т.е. инвестиции X. Оба инвестора готовы платить больше за инвестиции X, чем за инвестиции Y.

Однако налоговое предпочтение в отношении инвестиции X особенно велико у инвестора А (50% против 20%), поэтому он будет готов платить за инвестиции X больше, чем инвестор В. В результате, инвестор В скорее будет владеть инвестициями Y.

### **Решение 2.3**

Система с отдельными ставками, имеющая более низкую ставку налога на нераспределенную прибыль, чем на прибыль, распределенную в качестве дивидендов, может использоваться правительством, целью которого является увеличение инвестиций и, следовательно, экономического роста. Это достигается за счет использования системы с отдельными ставками, с более низкой ставкой налогов на нераспределенную прибыль, чтобы поощрить компании удерживать более высокую долю прибыли, поскольку нераспределенная прибыль будет иметь для инвесторов большую ценность, чем дивиденды. Удерживаемая таким образом прибыль может затем использоваться для финансирования инвестиционных проектов.