

ВЛИЯНИЕ НАЛОГОВОЙ КОМПЕНСАЦИИ УБЫТКОВ НА ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ: ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ

Елена ШКРЕБЕЛА

старший научный сотрудник
ИЭП им. Е. Т. Гайдара

О
К
O
N
O
M
I
A
•
P
O
L
I
T
I
K
A

Теория • Политика

О
K
O
N
O
M
I
A
•
P
O
L
I
T
I
K
A

Основное направление воздействия асимметрии налогового законодательства связано с принятием инвестиционных решений. Если инвестиции осуществляются в рисковые активы, то может существовать относительно высокая вероятность того, что на некотором этапе предприятие получит убыток. В этом случае несовершенная налоговая компенсация убытка приведет к снижению чистого (после налогообложения) дохода предприятия и проект, который был бы принят при симметричном налогообложении, может быть отвергнут при асимметрии. Эта проблема является ключевой при рассмотрении вопросов налоговой компенсации убытков.

Отметим, что прочие аспекты влияния налоговой компенсации убытков на поведение предприятий тесно связаны с проблемой инвестиций. Прежде всего, при осуществлении нового проекта требуются не только инвестиции в основные средства и нематериальные активы. Может понадобиться изменить структуру запасов, что также потребует дополнительных издержек. Может оказаться необходимым предварительное обучение сотрудников или наем лиц с более высокой или просто иной, чем была востребована ранее, квалификацией. Возможно также рассмотрение

Т
e
o
р
и
я

проектов, связанных с проведением НИР на предприятии. При калькуляции часть этих затрат учитываются как долгосрочные и капитализируются, часть может приниматься к вычету в текущем периоде, часть может быть отнесена к расходам будущих периодов. В любом случае при оценке проекта будут приняты во внимание все эти виды расходов, а также их налоговые последствия, и если существует вероятность возникновения убытка, то влияние налоговых правил на принятие проекта или отказ от него будет аналогично влиянию налоговых правил на инвестиции в основные средства.

В силу изложенных причин далее особый акцент делается на рассмотрении влияния асимметрии налогового законодательства на инвестиционные решения.

Влияние компенсируемости убытков на инвестиционные решения может рассматриваться на разном уровне сложности. Поскольку решение данного вопроса важно, для наглядности проиллюстрируем его простым числовым примером, аналогичные которому часто фигурируют в работах, посвященных налоговой компенсируемости убытков¹. Далее дополним этот пример расчетами более общего вида. Предположим, что некоему лицу, не склонному к риску, предложена игра в орла или решку².

Монету бросают, и игрок получает сумму W , если верхняя сторона монеты совпала с выбранной, а при несовпадении выплачивает S .

Функция полезности данного лица задана выражением $U(A)$, где A — богатство индивидуума, причем $U'(\cdot) > 0$, $U''(\cdot) < 0$. В данной игре возможны два равновероятных исхода: проигрыш ставки S и выигрыш объявленной суммы W . Обозначим через $A_1 = A - S$ богатство в случае проигрыша, а через $A_2 = A + W$ — богатство в случае выигрыша. Математическое ожидание полезности принимающего участие в игре индивидуума в этом случае равно: $E(U(A)) = \frac{1}{2}U(A_1) + \frac{1}{2}U(A_2)$. Если $S = W$, то есть математическое ожидание выигрыша равно 0, а индивидуум, как мы допустили, не склонен к риску, он откажется принять участие в этой игре. Чтобы привлечь его, нужно сделать условия такими, чтобы математическое ожидание выигрыша было положительным, причем при заданной ставке в игре оно должно быть тем больше, чем больше мера его несклонности к риску.

¹ См., например: *Gravelle J.* The Economic Effect of Taxing Capital Income. Cambridge, Mass: MIT Press, 1994. P. 127—128; *Chua D.* Loss Carryforward and Loss Carryback // *Tax Policy Handbook / Parthasarathi Shome* (ed.). Washington, DC: Tax Policy Division, Fiscal Affairs Department, International Monetary Fund, 1995. P. 141—142. Или на русском языке пример в более общем виде в книге: *Аткинсон Э.Б., Стиглиц Д.Э.* Лекции по экономической теории государственного сектора. М.: Аспект-Пресс, 1995. Примеры в этих работах отличны от приведенного, но иллюстрируют ту же закономерность. Рассмотренный пример представляется авторам более наглядным, хотя и слишком упрощенным.

² Приведенные ниже рассуждения являются модификацией ряда моделей, анализирующих воздействие налоговых мер на принятие риска. Числовой пример, иллюстрирующий эту же зависимость, предложен в гл. 3 «Некоторые вопросы налогообложения доходов факторов производства в России» (автор: Е. В. Шкробела) в сборнике «Налоговая реформа в России: проблемы и решения» (Научные труды № 67Р. М.: ИЭПП, 2003. С. 253).

Допустим теперь, что по условиям игры $W = \gamma S$, где $\gamma > 1$. Тогда найдется такая ставка \hat{S} , при которой $E(U(A)) = 0$. Это максимальная ставка, при которой индивидуум будет готов принять участие в игре.

Теперь введем симметричное к прибылям и убыткам налогообложение по ставке τ , то есть в случае проигрыша индивидуум может или компенсировать свои убытки за счет доходов от других источников, или получить компенсацию (например, в пределах ранее уплаченных в течение определенного срока налогов), или перенести на будущее с индексацией. Тогда фактическая ставка становится равной $(1 - \tau)S$, а выигрыш при благоприятном исходе — $(1 - \tau)W$. Если остальные условия не меняются, то максимальная ставка, при которой индивидуум будет готов принимать участие в игре, становится равной

$$\tilde{S} = \frac{\hat{S}}{(1 - \tau)} > \hat{S}.$$

Таким образом, он увеличит ставку, то есть увеличит вложения в рискованные активы. Государство же в этом случае получит доход или понесет потери одновременно с инвестором и в тех же соотношениях. Другими словами, государство играет роль неголосующего участника (в случае фирмы — акционера фирмы) — оно имеет право на определенную долю в доходах и в той же мере несет убытки в случае неудачи в игре (или в бизнесе).

Теперь изменим пример. Пусть вводится тот же налог, но убытки не компенсируются налоговой системой. Это означает, что при выигрыше игроку достанется сумма только $(1 - \tau)W$, а в случае проигрыша он должен заплатить S . Математическое ожидание выигрыша становится равным: $\frac{1}{2}(1 - \tau)\gamma S - \frac{1}{2}S = \frac{1}{2}S(\gamma - 1 - \tau)$. Если $(\gamma - 1)/\gamma$ меньше ставки налога, то оно отрицательно. В этом случае не только не склонный к риску, но и нейтральный к риску индивидуум откажется от участия в игре. Но даже при меньших налогах сдвигаются в сторону меньших значений и математическое ожидание выигрыша, и математическое ожидание полезности индивидуума, а дисперсия снижается под воздействием налогообложения в меньшей степени, чем при симметричном налоге. В терминах рассматриваемой нами проблемы это означает, что часть инвестиций, которые могли бы быть выгодными в отсутствие налогообложения, после введения несимметричной к прибылям и убыткам системы налогообложения не будут осуществлены. Отметим, что в приведенном примере влияние асимметрии сказывается как на величине риска, так и на ожидаемой доходности проекта. С учетом того, что риски возрастают, премия за риск должна стать больше, то есть ожидаемая доналоговая доходность инвестиций должна быть выше, чем в отсутствие налогообложения, чтобы инвестиционный проект был реализован.

За рубежом, производились оценки влияния несовершенной компенсации убытков на предельные эффективные налоговые ставки. Одна из первых работ такого рода была выполнена для канадской

экономики. Первая публикация результатов была осуществлена в 1985 году, но здесь мы используем изложение результатов в работе 1998 года³. Дж. Минц ввел понятие степени компенсируемости убытков, которая определяется как отношение оцененной дисконтированной стоимости убытков, возмещенных посредством переноса на будущее или в прошлое, к сумме убытков⁴. Эта величина была различной для фирм с разной частотой получения убытков, а кроме того, была особенно низкой для фирм, которые имели мало убытков в прошлом, но начинали значительные инвестиционные проекты или только что начинали свою деятельность⁵.

Здесь необходимо учесть, что в Канаде довольно значительны инвестиционные стимулы, имеющие форму разрешения к вычету из налоговой базы амортизации по высоким нормам, инвестиционного налогового кредита и пр. При этом перенос убытков разрешается и на будущее, и в прошлое. До 1983 года убытки в прошлое разрешалось переносить на 1 год, а на будущее — на 5 лет, после 1983 года перенос в прошлое разрешен в пределах 3 лет, а на будущее — 7 лет. В результате те фирмы, которые имеют возможность использовать перенос убытков в прошлое, в случае получения убытка находятся в выигрышном положении по сравнению с теми, кто может переносить убытки только на будущее. К последним могут относиться, в частности, фирмы, начинающие значительные по масштабу инвестиционные проекты, приводящие на начальном этапе реализации к убыткам. Это находит выражение в относительно высоких положительных предельных эффективных налоговых ставках для последних⁶. При этом для фирм, имеющих возможность перенести все или значительную часть убытков в прошлое, предельные эффективные налоговые ставки в Канаде для исследованных отраслей за исследованный период были отрицательными. Для предприятий, часто являющихся убыточными, предельные эффективные налоговые ставки также для большинства исследованных отраслей являлись отрицательными, но были выше, чем для тех, кто имел возможность использовать все разрешенные вычеты немедленно.

Работы, посвященные влиянию переноса убытков на предельные эффективные ставки, выполнялись также для Великобритании и США. Акценты в этих работах делались на нескольких различных вопросах. Так, в работе А. Ауэрбаха и Дж. Потербы⁷ не только показано, что к несовершенной компенсации особенно чувствительны стимулы к осуществлению новых инвестиций и использованию задолженности, но и рассмотрено влияние несовершенной компен-

³ См.: *Mintz J.* An Empirical Estimate of Corporate Tax Refundability and Effective Tax Rates // *The Quarterly Journal of Economics.* 1988. Vol. 103. No. 1. P. 225–231.

⁴ См.: *Ibid.* P. 225.

⁵ См.: *Ibid.* P. 227.

⁶ См.: *Ibid.* P. 230.

⁷ См.: *Auerbach A., Poterba J.* Tax Loss Carryforwards and Corporate Tax Incentives // NBER Working Paper. 1986. No 1863.

сации на инвестиции с разным сроком полезного использования, а именно — дестимулирующий эффект наблюдался в большей мере для инвестиций в оборудование и в меньшей мере для инвестиций в здания и сооружения⁸. Кроме того, в работе выявлено, что число фирм, вынужденных использовать перенос убытков на будущее (в отличие от не имеющих убытка или имеющих возможность переносить убыток в прошлое), составляет бóльшую долю от числа фирм в отрасли, чем их капитализация в суммарной капитализации отрасли⁹. Это говорит о том, что в среднем от несовершенной компенсации убытков больше страдают инвестиционные стимулы небольших по масштабу предприятий.

Что происходит при ограничении на перенос убытков? На какие инвестиции оно влияет и каким образом? Для ответа на эти вопросы рассмотрим выбор инвестора при наличии рисков активов¹⁰.

Для расчета последствий различных видов налоговой компенсации убытков не существует общей модели. При полной налоговой компенсации для определения ожидаемого дохода после налогообложения за какой-либо период не требуется знать доходы других периодов. Если же используется перенос убытков в прошлое или на будущее, то требуется знание информации о доходах за прошлые и будущие периоды.

Обозначим ставку налога на доход через τ .

Введем понятие нормы налоговой компенсации убытка α . Это приведенная к текущему периоду сумма всех сокращений налоговых обязательств за все периоды, возникших в результате убытка текущего периода, деленная на величину полной компенсации.

Пусть в некоторый период t получен чистый доход до налогообложения величины x_t . Если он отрицателен, то налогоплательщик в течение данного периода получает убыток.

Сумма налога, уплачиваемого при положительном x_t , если в прошлые периоды не было не принятых к вычету убытков, равна τx_t .

Если предположить, что при отрицательном доходе налогоплательщику выплачивается компенсация в полном объеме по ставке налога, равная $\tau |x_t|$, то он также платит налог в размере τx_t , но уже отрицательный. В этом случае налог симметричен по отношению к убыткам и норма компенсации равна 1.

Сразу следует оговорить, что такая форма компенсации убытков не применяется на практике: она привела бы к возможности трудно выявляемых злоупотреблений. При переносе убытков в прошлое компенсация возникает, но в пределах сумм налога, уплаченных ранее за фиксированное число n предшествующих лет (обычно 1—3 года). В этом случае, если сумма налоговых обязательств за n предшествующих лет превышает произведение текущего убытка на ставку налога, компен-

⁸ См.: Auerbach A., Poterba J. Op. cit. P. 36, 39, 43.

⁹ См.: Ibid. P. 10.

¹⁰ В нижеприведенных расчетах использовано понятие налоговой компенсации, введенное в работах других авторов. См., например: Mintz J. Op. cit.

сация является полной, то есть налог для таких фирм также симметричен и норма компенсации равна 1. Такая практика сокращает доходы бюджета. Однако отметим, что злоупотребления в этом случае гораздо менее вероятны: действительно, платить несколько лет положительные налоги ради того, чтобы затем получить не превышающую их компенсацию, нерационально. Кроме того, наличие доходов в прошлом является сигналом того, что фирма ориентирована на прибыль, а не на удовлетворение потребностей владельца. Пожалуй, единственное злоупотребление, которое в этом случае можно вообразить, возникает, если фирма, ранее прибыльная, прогнозирует в будущем убытки и планирует ликвидацию предприятия или вида деятельности. В этом случае возникает выгода от завышения расходов и получения компенсации. Многие страны предпочитают смириться с такой возможностью ради того, чтобы обеспечить приближенное к симметричному налогообложение доходов добросовестных налогоплательщиков.

Если налогов, выплаченных в прошлые периоды, недостаточно для покрытия текущего убытка, то остаток убытка переносится в будущее, то есть его можно принять к вычету из налоговой базы будущих периодов. В этом случае норма компенсации будет меньше 1, поскольку сокращение налоговых обязательств в будущем, вызванное текущим убытком, следует дисконтировать. Результат зависит от того, какая доля убытка переносится на будущее, какова норма дисконтирования, а также в течение каких периодов убыток принимается к вычету. При переносе на будущее, вообще говоря, при каждом потоке доходов, включающем убыточные периоды, доля налоговой компенсации убытка будет своя, но меньше 1.

Если в законе разрешено переносить убытки только на будущее, то норма компенсации всегда меньше 1 (разумеется, кроме случая индексации убытков при переносе). Допустим, что норма дисконтирования равна r . Тогда, даже если всю сумму текущего убытка будет возможно принять к вычету на ближайший налоговый период, приведенная стоимость будущего сокращения налоговых обязательств равна $\tau |x_t| / (1+r)$. Таким образом, в этом случае норма компенсации $\alpha = 1/(1+r)$. То есть в ситуации вычета убытка в полном объеме на ближайший период норма компенсации совпадает с дисконт-фактором. При норме дисконтирования 15% $\alpha \approx 0,87$, при норме дисконтирования 10% $\alpha \approx 0,91$. Если же на ближайший налоговый период можно принять к вычету только часть убытка, а остальной убыток вычитается позднее, то результат зависит от того, какая доля убытка в какой период вычитается. Для иллюстрации предположим, что половина убытка вычитается в ближайший налоговый период, а еще половина — через один период. Тогда приведенная стоимость будущего сокращения налоговых обязательств составит:

$$\tau |x_t| \cdot \left(\frac{1}{2(1+r)} + \frac{1}{2(1+r)^2} \right), \text{ или } \alpha = \left(\frac{1}{2(1+r)} + \frac{1}{2(1+r)^2} \right).$$

При рассмотренных нормах дисконтирования 15 и 10% норма компенсации составит соответственно $\alpha \approx 0,81$ и $\alpha \approx 0,87$. Могут быть и более заметные снижения нормы компенсации: чем меньшая доля убытка принимается к вычету на ближайший налоговый период и чем позже будет принят к вычету остаток убытка, тем меньше α .

При этом отметим, что для получения этой компенсации фирма должна получить прибыль. Злоупотребления в этом случае практически исключены: фактически это означает расчет налоговых обязательств накопленным итогом за несколько периодов. Пожалуй, единственный рассматриваемый вид злоупотреблений при таком налоговом режиме — это так называемая торговля убытками, то есть практика фиктивных сделок между убыточными и прибыльными фирмами ради снижения совокупных налоговых обязательств. В законодательстве некоторых стран вводятся ограничения на принятие убытков при слиянии убыточных и прибыльных фирм. Например, используется ограничение сроков переноса, нередко продиктованное соображениями удобства администрирования. Возможны также ограничения на величину убытков, принимаемых за каждый из следующих за слиянием налоговых периодов (например, в США убыток после слияния с убыточной фирмой принимается в пределах расчетной ставки процента от рыночной оценки активов данной убыточной фирмы)¹¹. Более того, такую практику не обязательно рассматривать как злоупотребление: результат с точки зрения налогообложения достигается тот же, который был бы, если бы эти предприятия с самого начала представляли собой единое юридическое лицо. Если же мы рассматриваем деятельность одной фирмы, то никакие вообще злоупотребления с помощью переноса убытков не являются рациональными. Однако следует отметить, что многие страны вводят разного рода ограничения на суммирование прибылей и убытков при слиянии или реорганизации фирм¹². Одна из важных причин ограничений такого рода — искажение решений о слиянии и поглощении под воздействием налоговой системы, а не только возможные потери бюджета.

Отметим еще раз: если рассматриваемый проект не является единственным и в периоды, когда он приносит убыток, остальные проекты доходны, то общий финансовый результат каждого периода может быть положительным и тогда норма налоговой компенсации в отношении данного проекта составит 1. То есть низкая норма налоговой компенсации является не правилом, а, скорее, исключением.

Другой пример, когда норма компенсации убытков может быть существенно ниже 1, — ситуация, когда убытки накапливаются в течение нескольких лет или когда в первый год (первые годы) после убыточного прироста мала и она возрастает лишь значительно позднее. Если

¹¹ Подробнее эти вопросы рассмотрены в обзоре международного опыта.

¹² См.: *Burns L., Krever R. Taxation of Income from Business and Investment // Tax Law Design and Drafting / V. Thuronyi (ed.). IMF, 1998. P. 619, 921—923; Vanistendael F. Taxation of Corporate Reorganization // Tax Law Design and Drafting. P. 895—924.*

мы компенсируем убыток только на третий год, то $\alpha \approx 0,66$ при норме дисконтирования 15% и $\alpha \approx 0,75$ при норме дисконтирования 10%.

Из приведенных расчетов нетрудно увидеть, что заметное сокращение доходов бюджета после отмены ограничения на принятие убытков прошлых периодов 30% налоговой базы маловероятно: для большинства фирм оно не влияет на результат или влияет незначительно, а значит, и изменение налоговых доходов от таких фирм будет мало или вообще не возникнет. Если фирма относительно велика и располагает достаточным капиталом, она, вероятно, постарается диверсифицировать свою деятельность, особенно в случае неполной компенсации убытков. То есть, осуществляя проекты, связанные с повышенным риском, она за счет комбинации видов деятельности получит высокую норму компенсации убытков. Мера может быть значительной для предприятий преимущественно небольших, осуществляющих деятельность, связанную с риском (например, инновационную). Другими словами, действовавший ранее налоговый режим можно рассматривать как дестимулирующий рискованные инвестиции, как минимум на предприятиях, осуществляющих единственный вид деятельности.

Вопрос о воздействии налогообложения на принятие риска инвесторами подробно анализировался и при более слабых предположениях¹³. Когда речь идет об инвестициях физического лица, рассматривается воздействие пропорционального подоходного налога на поведение инвестора, не склонного к риску, при нулевой и ненулевой ставках безрискового актива и при различных правилах налоговой компенсации убытков.

Однако фирму часто рассматривают как нейтрального к риску экономического агента¹⁴. Пусть A_0 — богатство экономического агента в начальный период; a — доля богатства, инвестируемого в некоторый рискованный актив, доходность которого является случайной величиной x . Пусть остальная часть богатства инвестируется в безрисковый актив с фиксированной доходностью r . Тогда итоговое богатство A экономического агента будет равно:

$$A = A_0[a(1+x) + (1-a)(1+r)] = A_0[1+ax + (1-a)r]. \quad (1)$$

Рассмотрим для упрощения выкладок случай, когда $r = 0$. Результат в этом случае отличен от результата при $r > 0$, но качественно является схожим и позволяет получить наглядную иллюстрацию воздействия налога на решения экономических агентов. Далее рассмотрим, какие различия возможны при $r > 0$.

¹³ См.: *Stiglitz J.* The Effects of Income, Wealth, and Capital Gains Taxation on Risk-Taking // *The Quarterly Journal of Economics.* 1969. Vol. 83. No. 2. P. 263—283. См. также по этому вопросу: *Atkinson A., Stiglitz J.* Lectures on Public Economics. N.Y.: McGraw-Hill, 1980. P. 135.

¹⁴ Далее использованы обозначения Аткинсона, Стиглица (см.: *Atkinson A., Stiglitz J.* Op. cit.), но их модель модифицирована: инвестор предполагается нейтральным к риску, и при этом использована налоговая компенсируемость убытков, введенная Минцем (см.: *Mintz J.* Op. cit.).

Итак, при $r = 0$ итоговое богатство в отсутствие налогообложения дохода равно:

$$A = A_0[a(1+x) + (1-a)] = A_0[1+ax]. \quad (2)$$

При симметричном по отношению к убыткам налогообложении по ставке τ итоговое богатство примет вид:

$$A = A_0[1 + a(1-\tau)x]. \quad (3)$$

Рассмотрим случай, когда инвестор нейтрален к риску (часто используемое в случае фирмы допущение). В этом случае при сделанных допущениях инвестиции в рисковый актив будут осуществляться, если математическое ожидание итогового богатства $E(A) \geq A_0$. Нетрудно видеть, что и в отсутствие налогообложения, и при симметричном налоге это эквивалентно $E(x) \geq 0$, то есть должно быть выполнено неравенство

$$\int_{-\infty}^{\infty} xp(x)dx \geq 0 \quad (4)$$

или

$$\int_0^{\infty} xp(x)dx + \int_{-\infty}^0 xp(x)dx \geq 0. \quad (5)$$

Теперь предположим, что норма налоговой компенсации убытка $\alpha < 1$. Тогда

$$E(A) = A_0 + a[(1-\tau) \int_0^{\infty} xp(x)dx + (1-\alpha\tau) \int_{-\infty}^0 xp(x)dx], \quad (6)$$

где $p(x)$ — плотность распределения случайной величины x .

Поскольку коэффициент при правом — отрицательном — интеграле больше, математическое ожидание первоначально приемлемого проекта с нулевой ожидаемой доходностью становится меньше.

При неполной налоговой компенсации проект будет приемлемым для инвестора, если

$$(1-\tau) \int_0^{\infty} xp(x)dx + (1-\alpha\tau) \int_{-\infty}^0 xp(x)dx \geq 0. \quad (7)$$

Эквивалентным образом (7) можно записать, как:

$$(1-\tau) \int_{-\infty}^{\infty} xp(x)dx + (\tau - \alpha\tau) \int_{-\infty}^0 xp(x)dx \geq 0 \quad (8)$$

или

$$E(x) \geq \frac{\tau(\alpha-1)}{1-\tau} \int_{-\infty}^0 xp(x)dx > 0. \quad (9)$$

Таким образом, теперь даже для нейтрального к риску инвестора требуется строго положительная ожидаемая доходность рискового проекта для того, чтобы он оказался приемлемым. Отметим, что требующаяся доходность возрастает с уменьшением нормы налоговой компенсации убытков.

Принятые допущения не позволяют определить равновесную долю вложений в рисковый актив (a). Она может иметь значение тогда, когда безрисковый актив имеет положительную доходность: в этом случае от a будет зависеть, окажется ли итоговый финансовый результат убытком или прибылью при каждом значении x . В подобном случае рискованный проект может быть не отвергнут полностью, а просто уменьшена доля инвестируемых в него средств. Равновесное значение a (такое, при котором ожидаемое богатство равно A_0) положительно зависит от α , то есть чем выше налоговая компенсация убытков, тем большую долю богатства налогоплательщик будет инвестировать в рисковый актив.

Налоговая система с неполной вычитаемостью убытков может существенно увеличивать издержки риска, связанного с инвестированием. В этом случае дестимулируются рисковые инвестиции. Это показано выше для случая нейтрального к риску экономического агента.

Отметим, что даже если бы на уровне фирмы была достигнута полная налоговая компенсация убытков, это еще не гарантировало бы компенсации убытков для индивидуумов. Кроме того, обычно в налоговом законодательстве наличествуют ограничения на суммирование убытков по некоторым видам деятельности с прибылями из других источников, причем на уровне как индивидуумов, так и фирмы, — например, когда трудно различить, является ли рассматриваемый вид деятельности средством получения дохода или замаскированным под производственную деятельность чьим-то личным потреблением. Кроме того, налоговая база часто превышает экономическую прибыль, поскольку не все виды издержек разрешены к вычету.

Поэтому в случае роста нормы налоговой компенсации по налогу на прибыль государство в любом случае не будет разделять с инвестором риски в равной мере. Но в тех случаях, когда нет опасности злоупотреблений, увеличение нормы налоговой компенсации может быть желательным.

Важный аспект налоговой политики при рассмотрении риска — какой порядок налогообложения установлен для понесенных убытков. Если налог предусматривает налоговое возмещение для понесенных убытков по той же ставке, по которой облагается прибыль (от данного проекта), то есть полную налоговую вычитаемость убытков, то правительство разделяет риск с инвесторами. Обычно речь не идет о возможности каких-либо выплат при убыточных инвестициях. Возможность получить вычет связана с предоставлением права суммировать прибыли и убытки от разных видов деятельности и перенести убытки на другие периоды, то есть суммировать их с прошлыми или будущими прибылями для целей налогообложения. Полная вычитаемость возникает при совпадении налоговых ставок и индексации переносимых убытков. Возможна несовершенная вычитаемость убытков или частичное возмещение. В действующих системах налога на доходы корпораций убытки возмещаются только частич-

но. Правительства могут позволять перенос убытков в прошлый или в будущие налоговые периоды на ограниченный срок (вперед убытки иногда переносятся без ограничения срока, как, например, в Великобритании, Германии¹⁵). Когда текущие годовые убытки переносят в прошлое, возмещается налог, определенный для суммы убытков в пределах уплаченного в течение обусловленного числа прошлых лет налога на доход корпораций. Когда убытки переносят в будущие периоды, убытки вычитаются из налогооблагаемой прибыли, получаемой в течение обусловленного числа будущих лет. Однако при переносе убытков в будущие периоды корректировка на ставку процента не производится, то есть в смысле текущей стоимости возмещение является частичным, даже при бесконечном сроке переноса вперед. Компенсация убытков снижает в первую очередь риск дохода. Риск капитала снижается при установлении допустимой налоговой амортизации и прочих списаний (например, инвестиционных налоговых кредитов) достаточно большими, чтобы налоговая система субсидировала восстановительные издержки инвестирования. Увеличению финансовых рисков препятствует вычитание издержек заимствования из налогооблагаемого дохода.

Однако некоторые издержки банкротства не могут вычитаться, поскольку превышают любой возможный доход. Когда налог полностью индексируется на инфляцию, налоги не влияют на риск, связанный с неопределенностью темпов инфляции. Но без индексации налоги влияют на инфляционный риск, с которым сталкиваются фирмы. Поскольку затраты осуществляются раньше момента реализации, инфляция увеличивает налогооблагаемую прибыль предприятия, и особенно значительно — для фирм с длительным циклом производства. Однако реальная стоимость задолженности может снижаться, что также в отсутствие индексации не учитывается при налогообложении. Результат зависит от финансового рычага фирмы. Политические решения, принимаемые правительствами, могут воздействовать на рискованность инвестиций. Даже если налоговые изменения прогнозируемы, они неизбежно повлияют на выбор фирмой сроков инвестирования, что определит изменение издержек финансирования по сравнению с ситуацией, когда налоговые изменения не происходят. Неопределенность относительно будущей налоговой политики увеличивает рискованность инвестиций и, как следствие, повышает издержки капитала.

¹⁵ См.: *Krelove R. Taxation and Risk Taking // Tax Policy Handbook. P. 55—58.*