

ПОДАТКОВА РЕФОРМА І ЇЇ ВПЛИВ НА ФІНАНСОВУ ПОЛІТИКУ ПІДПРИЄМСТВ

В умовах ринкової економіки доходи від капіталу є традиційним об'єктом оподаткування. Податки на доходи від капіталу не лише забезпечують наповнення бюджету, але здійснюють безпосередній вплив на активізацію інвестиційних процесів, на прийняття фінансових рішень. Проте, незважаючи на тривалий досвід використання таких податків, багато проблем все ще залишається без чітких, теоретично обґрунтованих відповідей.

Варто відзначити, що оподаткування капіталу досить часто стає об'єктом наукових досліджень як вітчизняних, так і зарубіжних науковців. Так, Вишневецький В. П., виходячи з тези, що кінцевим одержувачем розподілених доходів є фізичні особи, а не підприємства, значну увагу приділив дослідженню впливу оподаткування доходів від капіталу на вибір, який постає перед первинним інвестором-фізичною особою щодо способу інвестування капіталу у вітчизняні підприємства [1, с. 136–140; 2, с. 168–172]. Науковець робить висновок, що система оподаткування не є нейтральною, перешкоджає прямим іноземним інвестиціям і створює певні переваги формуванню ланцюжків інвестування, які містять посередницьку ланку — комерційний банк.

Серебрянський Д. звертає увагу, що на виплату доходів власникам капіталу суттєво впливає не лише безпосереднє їх оподаткування, а також оподаткування доходів від праці, особливо щодо страхових соціальних внесків. У роботі [3] він наочно показує, що порівнюючи виплату доходів у вигляді заробітної плати і дивідендів, саме на заробітну плату припадає більше податкове навантаження. Це призводить до порушень нейтральності при виборі форми виплати винагороди, коли найманий працівник може виступати також і акціонером підприємства. В цілому Серебрянський Д. стверджує, «що політика оподаткування дивідендів в Україні характеризується особливою непродуманістю і повною відсутністю стабільності» [3, с. 84]

Значну увагу питанням оподаткування доходів від капіталу приділено у науковому доробку Соколовської А. М. [4–6]. За результатами теоретичних узагальнень і емпіричного аналізу оподаткування праці і капіталу Соколовська А. М. відмічає, що у контексті забезпечення економічного розвитку України «необхідність і можливість зменшення податкового навантаження на капітал... не викликає сумнівів» [5, с. 153]

Щодо досліджень оподаткування доходів від капіталу зарубіжними науковцями, то вони беруть початок від дійсно революційних робіт Ф. Модільяні і М. Міллера щодо впливу структури капіталу, дивідендної політики і оподаткування на вартість фірми [7], і на сьогодні характеризуються надзвичайно широким спектром різноманітних аспектів цієї проблеми. При цьому найбільш важливі результати знайшли відображення у наукових роботах А. Ауербаха [8–9], Р. Гордона [10–11], М. Кінга [12], М. Фельдштейна [13]. Разом з тим, в світлі того, що з прийняттям Податкового кодексу на вітчизняну податкову систему чекають певні зміни, на особ-

ливу увагу заслуговує робота М. Кінга [12], в якій розроблено науково-методологічні положення щодо аналізу впливу оподаткування на вартість капіталу і фінансову політику підприємств.

Отже, метою даної роботи є на основі запропонованого М. Кінгом методологічного підходу оцінити, яким чином діюча податкова система і її передбачувані зміни впливатимуть на фінансову політику підприємств і чи сприятиме це сталому розвитку національної економіки.

Рух капіталу в умовах ринкової економіки має за мету його якнайбільше зростання. Приріст капіталу створює можливості одержання доходу на авансований капітал. Та частина доходу від капіталу, яка сплачується його власниками на вимогу держави і являє собою податок на доходи від капіталу. При цьому оподаткування доходів від капіталу проводиться як на корпоративному рівні, тобто на рівні підприємств, так і на персональному рівні, тобто на рівні окремих фізичних осіб, які є первісними інвесторами. Подвійне оподаткування капіталу є основою класичної системи оподаткування доходів від капіталу. Разом з тим, їх альтернативою є повністю або частково інтегровані системи оподаткування доходів від капіталу (у тому числі імпутаційна та шедулярна системи).

Подвійне оподаткування доходів від капіталу порушує принцип нейтральності оподаткування і здійснює суттєвий вплив на вибір тієї чи іншої схеми фінансування виробництва. Повністю інтегровані системи сприяють забезпеченню нейтральності, але внаслідок певних інституційних факторів (небажання держави зменшити податкові надходження, сприйняття суспільством оподаткування доходів від капіталу як справедливе тощо) більше поширення набувають частково інтегровані системи.

Сучасна теорія фінансового менеджменту виходить з того, що основною метою функціонування підприємства є забезпечення зростання добробуту його власників, що у випадку акціонерної форми власності є тотожним максимізації курсу його акцій. Оцінка акцій часто розглядається як одна з найважливіших цілей їх аналізу. Коли мова йде про оцінку акцій, то мається на увазі те, що визначається внутрішня (справедлива) вартість для порівняння цієї вартості із ринковою ціною.

Таблиця 1

Особливості різних систем оподаткування доходів від капіталу

Вид системи оподаткування доходів від капіталу	
Класична система	Повністю інтегрована система
Розподілений АТ прибуток оподатковується двічі: податком на прибуток і прибутковим податком у інвестора	Розподілений прибуток оподатковується або тільки податком на прибуток, або прибутковим податком у інвестора
Частково інтегровані системи	
На рівні підприємства передбачає часткове вилучення дивідендів із оподаткованого прибутку, або застосування для них пільгових ставок податку на прибуток;	
На рівні акціонера надає право зменшувати зобов'язання з прибуткового податку на дивіденди на певну частину або всю суму сплаченого АТ податку на прибуток	

Внутрішня вартість визначається як приведена вартість усіх майбутніх потоків коштів, які отримає власник цієї акції. Внутрішня вартість акції є орієнтиром для визначення оптимальної ціни придбання акції. Якщо є можливість придбати акцію за курсом нижчим, ніж отримана у результаті розрахунку внутрішньої вартості, то інвестиції можуть вважатися вигідними.

Якщо за акцію потрібно сплатити дорожче, то частина інвестицій можливо не буде відшкодована майбутніми потоками грошових коштів.

Для визначення внутрішньої вартості акцій необхідно зробити прогноз майбутнього потоку грошових коштів на підставі аналізу поточного та прогнозованого стану емітенту, можливої маси прибутку з урахуванням стану даної компанії на ринку та ситуації в економіці у цілому. При дисконтуванні дисконтна ставка приймається у розмірі бажаної доходності. Отже справедлива поточна вартість може бути розрахована за базовою формулою:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{d_k}{(1+r)^k}, \quad (1)$$

де $V(0)$ — внутрішня вартість акції на поточний момент;

d_k — величина дивиденду за період часу k ;

r — необхідна норма доходності інвестицій у ці акції.

Саме на основі приведеної вище базової формули одержані добре відомі моделі визначення справедливої ціни акції у випадку виплати підприємством постійних дивідендів, або у випадку, коли дивіденди зростають постійними темпами (модель Гордона).

Якщо компанія дотримується дивідендної політики, пов'язаної із щорічною виплатою дивідендів на однаковому рівні, то такі акції можна розглядати як джерело постійних фіксованих платежів, які дорівнюють постійному дивиденду, тобто це безстрокова фінансова рента. Такий випадок називають також моделю з нульовим ростом дивідендів. Справедливу ціну акції на поточний момент можна визначити за формулою:

$$V(0) = \frac{d}{r}, \quad (2)$$

де $V(0)$ — внутрішня вартість акції на поточний момент;

d — величина постійного дивиденду, тобто $d(0)=d(1)=\dots=d(k)=\dots$;

r — необхідна норма доходності інвестицій у ці акції.

Для багатьох компаній постійне зростання дивідендів є одним із основних завдань, оскільки є певним сигналом для інвестора про високу ефективність менеджменту і стабільність розвитку компанії. Справедлива поточна вартість акції такої компанії визначається за формулою Гордона (формула 3):

$$V(0) = \frac{d_0(1+g)}{r-g}, \quad (3)$$

де d_0 — величина поточного дивиденду (останнього фактично сплачуваного);

g — темп приросту дивідендів (визначається на підставі даних за попередні роки).

Видно, що приведені вище моделі не враховують оподаткування доходів від капіталу, а отже не є адекватними економічним реаліям. Дещо спрощуючи ситуацію приймають, що умову рівноваги на ринку капіталів можна відобразити формулою:

$$(1-m_t)r_t V(t) = d(t) + (1-z_t)\{V(t+1) - V(t)\}, \quad (4)$$

де r_t — ринкова ставка проценту;

m_t — маржинальна ставка прибуткового податку на незароблені (рентні) доходи у період t ;

$V(t), V(t+1)$ — вартість акції фірми на початку періодів t і $(t+1)$;

$d(t)$ — чисті дивіденди у розрахунку на одну акцію, виплачені наприкінці періоду t ;

z_t — ставка податку на приріст капіталу за період t .

Зауважимо, що спрощення у представленій умові рівноваги на ринку капіталів пов'язано з тим, що на практиці використовується як правило оподаткування реалізованого приросту капіталу, а не нарахованого ($V(t+1)-V(t)$), але це досить складно урахувати. Відповідний аналіз потребує точного знання, того коли саме власник акції забажає реалізувати приріст капіталу. Оскільки це ймовірно залежить від його доходів, багатства, яким він володіє та багатьох інших чинників.

Рівняння (4) можна переписати у вигляді:

$$V(t+1) - \alpha_t V(t) = \frac{-d(t)}{1-z_t},$$

$$\text{де } \alpha_t = \frac{1-z_t + (1-m_t)r_t}{1-z_t} \quad (5)$$

Це різницеве рівняння може бути розв'язано і дасть:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{1}{1-z_k} \cdot \frac{d(k)}{\prod_{j=0}^k \alpha_j} + \frac{V(t+1)}{\prod_{j=0}^t \alpha_j}. \quad (6)$$

Якщо $t \rightarrow \infty$, то:

$$V(0) = \sum_{k=0}^t \frac{1}{1-z_k} \cdot \frac{d(k)}{\prod_{j=0}^k \alpha_j}. \quad (7)$$

Формула (7) знову ж таки нагадує базову формулу (1), але видно, що поточна ціна акції має визначатися як дисконтована вартість потоку зважених дивідендних виплат, де ваговим коефіцієнтом виступає величина обернена до одиниці мінус ставка податку на приріст капіталу ($1/(1-z_t)$), а дисконтуючий чинник дорівнює $\alpha_t = 1 + r_t(1-m_t)/(1-z_t)$.

Отже ефект від оподаткування приросту капіталу призводить, по-перше, до збільшення ставки дисконтування; по-друге, до зважування потоку дивідендних виплат, які необхідно дисконтувати.

Зміни справедливої ціни акцій, розрахованої з урахуванням оподаткування доходів від капіталу, тобто саме

за формулою (7), при виборі різних джерел формування капіталу підприємства стали об'єктом дослідження американського науковця Мервіна Кінга [12]. М. Кінг провів попарні порівняння між такими джерелами формування капіталу підприємства як нерозподілений прибуток, використання запозичень і додаткова емісія акцій. Узагальнені результати щодо вибору джерела фінансування розвитку підприємства в умовах класичної і імпутаційної системи зведені у таблиці 2.

Ця таблиця дозволяє чітко побачити, у який спосіб персональний прибутковий податок і податок на приріст капіталу взаємодіють із ставкою корпоративного податку і визначають фінансову політику підприємства. Варіанти фінансової політики можуть бути класифіковані за значенням виразу $(m-z)$.

Діюча в Україні система оподаткування доходів від капіталу має ознаки класичної системи. При цьому ставка корпоративного податку, який в Україні встановлено як податок на прибуток підприємств, дорівнює 25% ($\tau=0,25$), ставка прибуткового податку інвесторів-фізичних осіб визначається в нашій державі ставкою податку на доходи фізичних осіб і становить 15% ($m=0,15$), оподаткування нереалізованого доходу від капіталу відсутнє ($z=0$), процентна ставка прийнята на рівні 20,9%, що відповідає середньозваженій процентній ставці за наданими кредитами за 2009 рік на основі даних Національного банку України. За таких параметрів вітчизняної системи оподаткування доходів від капіталу виконуються умови, які свідчать про те, що найкращою фінансовою стратегією для формування капіталу підприємств є залучення кредитів:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,25(1-0) \geq (0,15-0) \geq -0,209 \cdot 0,25(1-0,15) \Rightarrow \Rightarrow 0,25 > 0,15 > -0,044.$$

На рисунку 1 приведена динаміка частки інвестицій в основний капітал в економіці України, що фінансується за рахунок кредитів банків та інших позик.

Як видно з рисунку 1 значення кредитів як джерела фінансування інвестицій у межах національної економіки в цілому зростає. Незважаючи на досить вагоме зменшення у кризовий 2009 рік, протягом минулого десятиліття частка кредитів у загальній величині фінансування інвестицій в основний капітал збільшилася майже вдвічі. Така динаміка наведених статистичних даних може розглядатися як емпіричне підтвердження результатів теоретичного аналізу щодо використання кредитів як оптимального джерела фінансування інвестицій з точки зору існуючої системи оподаткування доходів від капіталу.

Таблиця 2

Оптимальна фінансова політика підприємства [12, р. 28]

Джерело фінансування	Класична система оподаткування доходів від капіталу	Імпутаційна система оподаткування доходів від капіталу
Нерозподілений прибуток	$(m-z) \geq \tau(1-z)$	$(m-z) \geq \tau(1-z)$
Запозичення	$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m)$	$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq s(1-z)-r(1-m)(\tau-s)$
Нова емісія акцій	$-r\tau(1-m) \geq (m-z)$	$s(1-z)-r(1-m)(\tau-s) \geq (m-z)$

де m — ставка прибуткового податку інвесторів-фізичних осіб;
 z — податок на приріст капіталу;
 τ — ставка корпоративного податку;
 r — процентна ставка;
 s — ставка податкового кредиту.

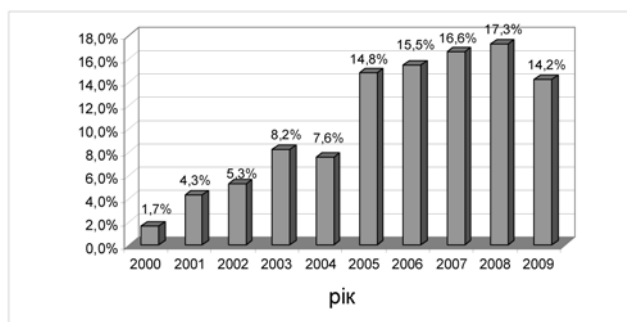


Рис. 1. Динаміка частки інвестицій в основний капітал, що фінансується за рахунок кредитів банків та інших позик

З початку 2011 року правовим підґрунтям податкової системи нашої держави стане Податковий кодекс України [14]. Оскільки у відповідності до цього нормативного документу дивіденди віднесені до витрат, що не враховуються при визначенні оподаткованого прибутку підприємства (пункт 139.1.8) і дивіденди є об'єктом оподаткування податком на доходи фізичних осіб за ставкою 5% (пункт 167.2), то в Україні буде збережено класичну систему оподаткування доходів від капіталу. Разом з тим, передбачені суттєві зміни ставок як податку на доходи фізичних осіб щодо доходів у вигляді дивідендів, так і податку на прибуток підприємств. Виникає питання що до того, чи спричинять це зміни у фінансовій політиці підприємств відносно пріоритетів у формуванні капіталу. Відповідь одержуємо на основі критеріїв представлених у таблиці 2:

— на період з 1.04.2011 по 31.12.2011 року $\tau=0,23$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,209$:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,23(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,209 \cdot 0,23(1-0,05) \Rightarrow \Rightarrow 0,23 > 0,05 > -0,046 \Rightarrow \text{оптимальне джерело — запозичення};$$

— на період з 1.01.2012 по 31.12.2011 року $\tau=0,21$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,209$:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,21(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,209 \cdot 0,21(1-0,05) \Rightarrow \Rightarrow 0,21 > 0,05 > -0,042 \Rightarrow \text{оптимальне джерело — запозичення};$$

— на період з 1.01.2013 по 31.12.2013 року $\tau=0,19$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,209$:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,19(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,209 \cdot 0,19(1-0,05) \Rightarrow \Rightarrow 0,19 > 0,05 > -0,038 \Rightarrow \text{оптимальне джерело — запозичення};$$

— на період з 1.01.2014 і в подальшому $\tau=0,16$; $m=0,05$; $z=0$; $r=0,209$:

$$\tau(1-z) \geq (m-z) \geq -r\tau(1-m) \Rightarrow 0,16(1-0) \geq (0,05-0) \geq -0,209 \cdot 0,16(1-0,05) \Rightarrow \Rightarrow 0,16 > 0,05 > -0,032 \Rightarrow \text{оптимальне джерело — запозичення}.$$

Отже, податкові зміни передбачувані податковою реформою не призведуть до суттєвих змін у фінансовій політиці підприємств щодо вибору джерел формування додаткового капіталу. Як і раніше пріоритет буде віддаватися використанню позичкового капіталу.

Висновки. Дослідження оподаткування доходів від капіталу показало, що існуюча система створює умови до вибору підприємствами запозичень як оптимального дже-

рела формування додаткового капіталу. Зміни передбачені податковим кодексом суттєво не вплинуть на цю особливість фінансової політики вітчизняних підприємств. Разом з тим, на наш погляд, найважливішою передумовою побудови ефективного ринкового механізму функціонування національної економіки є створення найбільш сприятливих умов для розвитку вітчизняного фондового ринку, здатного забезпечувати ефективний розподіл і перерозподіл капіталу. Виходячи з цього доцільним є подальше реформування вітчизняної системи оподаткування доходів від капіталу таким чином, щоб досягти виконання тих умов, за яких підприємства будуть вибирати додаткову емісію акцій як найбільш прийнятне джерело фінансування інвестицій. Крім того, варто мати на увазі, що податкова система є складною системою, її розвиток має еволюційний характер, який не може бути повністю пояснений лише впровадженням нових формальних інститутів, якими і є норми податкового кодексу.

Література

1. Вишневський В. П. Оподаткування підприємств і моделювання економічної динаміки: Монографія / В. П. Вишневський / НАН України. Інститут економіки промисловості. — Донецьк, 2006. — 320 с.
2. Налогообложение: теории, проблемы. Решения / Под. общ. ред. В. П. Вишневого. — Донецк : ДонНТУ, ИЭП НАН Украины, 2006. — 504 с.
3. Серебрянский Д. Влияние оподаткування на вибір форми виплати доходів власникам факторів виробництва / Д. Серебрянский // Финансовые риски. — 2006. — № 1. — С. 79–85.
4. Соколовська А. М. Податкова система держави: теорія і практика становлення / А. М. Соколовська. — К. : Знання-Прес, 2004. — 454 с.
5. Соколовська А. М. Податкові важелі реалізації політики економічного розвитку / А. М. Соколовська // Т.1 Фінансова політика та податково-бюджетні важелі її реалізації / За ред. чл-кор. НАН України А. І. Даниленка. — К. : Фенікс, 2008. — Розд. 2. — С. 112–171.
6. Соколовська А. М. Основи теорії податків : навч. посібник / А. М. Соколовська. — К. : Кондор, 2010. — 326 с.
7. Модильяни Ф. Скільки стоить фірма? Теорема ММ / Франко Модильяни, Мертон Міллер. — М. : Дело, 2001. — 272 с.
8. Auerbach Alan J. The Optimal Taxation of Heterogeneous Capital // The Quarterly Journal of Economics. — 1979. — Vol. 93. — No. 4. — P. 589–612
9. Auerbach Alan J. Retrospective Capital Gains Taxation // The American Economic Review. — 1991. — Vol. 81. — No. 1. — P. 167–178.
10. Gordon Roger H. Taxation of Corporate Capital Income: Tax Revenues Versus Tax Distortions // The Quarterly Journal of Economics. — 1985. — Vol. 100. — No. 1. — P. 1–27.
11. Gordon Roger H. Can Capital Income Taxes Survive in Open Economies? Author (s): Source: The Journal of Finance. — 1992. — Vol. 47. — No. 3. — Pp. 1159–1180.
12. King Mervyn A. Taxation and the Cost of Capital // The Review of Economic Studies. 1974. — Vol. 41. — No. 1. — P. 21–35.
13. Feldstein, Martin S. Inflation, tax rules, and capital formation. (A National Bureau of Economic Research monograph). — Chicago: University of Chicago Press, 1983. — 300 p.
14. Податковий кодекс України: станом на 15 грудня 2010 р. / Упоряд.: О. О. Головашевич, М. П. Кучерявенко. — Х. : Право, 2010. — 656 с.