

Auerbach Alan J. and Hassett Kevin A. (2000) “On the Marginal Source of Investment Funds”. *NBER Working Paper 7821*. См. <http://papers.nber.org/papers/w7821.pdf>

Прежде чем перейти к рецензии статьи Ауэрбаха и Хассетта, обратим внимание на то, какое место она может занимать в курсе макроэкономики продвинутого уровня, а именно, на причины исследования инвестиций в макроэкономике. Как отмечает Давид Ромер (2001, *Advanced Macroeconomics*) две важные причины побуждают экономистов к изучению инвестиций:

- Во-первых, инвестиционный спрос фирм вместе с объемом сбережений домашних хозяйств определяет, какая доля выпуска расходуется на инвестиции. Поэтому в долгосрочном периоде инвестиционный спрос оказывает влияние на динамику уровня благосостояния.
- Во-вторых, инвестиционные колебания могут играть существенную роль в краткосрочных экономических циклах.

С точки зрения макроэкономической политики правительственные органы традиционно имеют две возможности воздействовать на инвестиции – монетарные меры (воздействие через ставку процента) и фискальные меры (налоги). Достаточно небольшим, но потенциально чувствительным инструментом в фискальной политике может быть налог на дивиденды. Его эффективность зависит от ответа на вопрос, влияет ли налог на дивиденды на стоимость (цену) инвестиций для фирм, а значит и на размер инвестиций в экономике. Изучению этого вопроса и посвящена рассматриваемая нами статья.

Как отмечают авторы статьи на сегодняшний день существует два взгляда на налогообложение капитального дохода. Между ними можно выделить различия в следующих моментах:

1. Источники финансирования инвестиций, которые используют фирмы;
2. Способ калькуляции дохода от инвестиций;
3. И как результат – различия в выводах относительно влияния налога на дивиденды на инвестиции.

Традиционный подход, основу которому заложили Модильяни и Миллер в 1958 году, в качестве источника финансирования инвестиций предполагает выпуск новых акций. В результате доход от инвестиций приверженцы этого взгляда рассматривают как доход на одну акцию:

$$1 + r \cdot (1-t)[div(1-T) + (1-div)(1-c)], \text{ где}$$

r – норма отдачи на инвестированный капитал;

t – налог на доход корпораций;

div – норма выплачиваемых дивидендов;

T – налог на дивиденды

c – налог на увеличение рыночной стоимости капитала.

Как легко можно заметить, доход на инвестиции в данном случае зависит от налога на дивиденды, а значит, налог на дивиденды будет оказывать влияние на решения об инвестировании.

Так называемый «новый взгляд» (его приверженцы - Auerbach (1979), Brandford (1981), King (1977)) в качестве источника финансирования рассматривает нераспределенную прибыль. Соответственно, в качестве дохода на инвестиции принимается доход на один вложенный рубль. Инвестирование в виде нераспределенной прибыли дает акционерам налоговые преимущества по сравнению с выпуском новых акций, поскольку с вложенной

суммы им не приходится платить налог на дивиденды. Однако доход, полученный от этих инвестиций, затем выплачивается акционерам в виде дивидендов, дважды облагаемых налогом. В случае постоянного налога на дивиденды потери от двойного налогообложения в точности компенсируются первоначальным выигрышем. В этом случае доход на один вложенный рубль рассчитывается как $1+r \cdot (1-c)(1-t)$, то есть не зависит от налога на дивиденды.

В 1985 году Poterba и Summers провели исследование, целью которого было выяснить, какой из двух взглядов точнее отражает действительность. В основе их исследования лежала q – теория: инвестиции фирм, сталкивающихся с выпуклой функцией издержек приспособления, будут положительно зависеть от разницы между предельной стоимостью капитала (в качестве прокси-переменной используется рыночная стоимость акций на единицу капитала) и долгосрочной равновесной стоимостью капитала:

$$I = f(q - q^*), \text{ где}$$

q – рыночная стоимость капитала, q^* – долгосрочная (LR) стоимость капитала

Традиционный подход: $q^* = qT = 1$

Новый подход: $q^* = q^N = (1-T)/(1-c)$

Используя данные для Англии послевоенного периода, они оценили уравнение

$$I = a \cdot qT + (1-a) \cdot qN$$

Полученные результаты позволили им принять гипотезу, что $a=1$, то есть традиционный подход лучше объясняет инвестиционное поведение фирм. Однако с точки зрения авторов данной статьи, существует несколько факторов, ставящих под вопрос однозначность такого вывода. Среди них сомнения, выполняются ли предпосылки q -теории (выпуклость функции издержек приспособления, однородность капитала и др.), возможные ошибки в оценке $q^N = (1-T)/(1-c)$ (в этот период в Англии были существенные изменения в ставке налога на дивиденды) и так далее.

Они, со своей стороны, предположили, что справедливость каждой из теорий можно обнаружить, просто выяснив, какой именно источник финансирования инвестиций используют фирмы. Причем при этом необходимо обратить внимание на направления использования доходов от инвестиций, а не только на источник их финансирования. Для того, чтобы принять «новый взгляд» в качестве более соответствующего действительности, надо убедиться, что фирмы

- не используют выпуск новых акций в качестве источника
- не используют выкуп акций в качестве льготного распределения доходов
- используют их в одинаковой пропорции.

В соответствии с предложенными выше выкладками в своем исследовании авторы преследовали следующую цель: понять, считают ли фирмы, что налог на дивиденды накладывает ограничения на новые инвестиции, то есть, рассматривают ли они операции с акциями в качестве источника, но не направления использования средств. Используемые данные: панель 1981–1998 года по нефинансовому корпоративному сектору. Выявленная зависимость:

Div (Inv, CF, Value, Debt)

«-» «+» «+» «-»

Положительная зависимость между дивидендами и денежными потоками и отрицательная между инвестициями и дивидендами свидетельствует о том, что фирмы финансируют инвестиции, удерживая деньги из прибыли, а остаток распределяют в виде дивидендов. Причем выраженность этой зависимости определяется характеристиками фирм. Новички (фирмы, чьи акции не выставлены на ведущих биржах и не отслеживаются аналитиками) используют в качестве источника инвестиций прибыль. А очень сильные фирмы благодаря

своей репутации имеют возможность получить займы под инвестиции – еще один способ финансирования, позволяющий получить налоговые преимущества.

Все эти наблюдения позволяют авторам статьи сделать вывод, что новый подход отвергнуть нельзя, хотя возможно имеет смысл для более точного анализа комбинировать элементы каждой из теорий, ведь реальную экономику всегда трудно представить в черно-белом свете.

Статья Ауэрбаха и Хассетта может быть использована в качестве дополнительного оригинального источника по курсу «Макроэкономика - продвинутый уровень» для студентов магистратуры, обучающихся по направлению «Финансы». С методологической точки зрения данная статья представляется весьма полезной, поскольку с одной стороны, предлагает подход к теории инвестиций, базирующийся на микрооснованиях, с другой – использует современный эконометрический анализ для тестирования альтернативных теоретических подходов.