

ФЕДЕРАЛЬНОЕ ГОСУДАРСТВЕННОЕ БЮДЖЕТНОЕ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОЕ
УЧРЕЖДЕНИЕ ВЫСШЕГО ОБРАЗОВАНИЯ
«НОВОСИБИРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ЭКОНОМИКИ
И УПРАВЛЕНИЯ «НИНХ»

На правах рукописи

Беломытцева Ольга Святославовна

**ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ
ИНВЕСТИТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ: МЕТОДОЛОГИЯ И
ИНСТРУМЕНТАРИЙ**

Специальность: 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит

Диссертация
на соискание ученой степени
доктора экономических наук

Научный консультант:
доктор экономических наук, профессор,
Новиков Александр Владимирович

Новосибирск – 2022

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	7
1. НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ИНСТРУМЕНТ СТИМУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ	20
1.1. Роль рынка ценных бумаг в процессе привлечения инвестиций частных инвесторов и распределения капитала	20
1.2. Основная терминология в области влияния налоговых льгот на инвестиции и их эффективность	33
1.3. Проблема оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг	45
2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ НА ИНВЕСТИЦИИ	55
2.1. Зарубежные методологические подходы к оценке влияния налоговой политики на макроэкономические показатели в рамках моделей общего равновесия	55
2.2. Зарубежные методологические подходы к оценке влияния налоговой политики на инвестиции корпораций в рамках моделей частичного равновесия	65
2.3. Базовые положения авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг	81
3. АВТОРСКИЙ МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	100
3.1. Основные положения авторского методического подхода к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг	100
3.2. Возможности применения авторской методики оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг для индивидуальных и институциональных инвесторов	110

3.3. Направления развития авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг	120
4. АЛГОРИТМЫ И ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	136
4.1. Алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг	136
4.2. Алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг	149
4.3. Сложности и дискуссионные моменты реализации алгоритмов оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг	156
5. АПРОБАЦИЯ АВТОРСКОЙ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ	165
5.1. Аprobация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере индивидуальных инвестиционных счетов	165
5.1.1. Аprobация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке акций на примере индивидуальных инвестиционных счетов	165
5.1.2. Аprobация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке корпоративных облигаций на примере индивидуальных инвестиционных счетов	176
5.2. Аprobация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке корпоративных облигаций на примере негосударственных пенсионных фондов	183
5.3. Трактовка результатов аprobации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке	

ценных бумаг и рекомендации по совершенствованию авторской методики	192
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	209
СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ	217
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	219
ПРИЛОЖЕНИЕ А. ОБЗОР ЗАРУБЕЖНЫХ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ	274
ПРИЛОЖЕНИЕ Б. КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ИИС	277
ПРИЛОЖЕНИЕ В. КЛАССИФИКАЦИЯ ДОХОДОВ НПФ, ОСОБЕННОСТИ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ НАЛОГОМ НА ПРИБЫЛЬ ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ И ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ	280
ПРИЛОЖЕНИЕ Г. СОСТАВ И СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ НПФ	283
ПРИЛОЖЕНИЕ Д. СОСТАВ И СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ	285
ПРИЛОЖЕНИЕ Е. КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ЛЬГОТЫ НА ДОЛГОСРОЧНОЕ ВЛАДЕНИЕ ЦЕННЫМИ БУМАГАМИ ВЫСОКОТЕХНОЛОГИЧНОГО (ИННОВАЦИОННОГО) СЕКТОРА ЭКОНОМИКИ	287
ПРИЛОЖЕНИЕ Ж. КРАТКАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЫНКА ИННОВАЦИЙ И ИНВЕСТИЦИЙ МОСКОВСКОЙ БИРЖИ	289
ПРИЛОЖЕНИЕ И. СУММАРНЫЕ НАЛОГОВЫЕ ВЫЧЕТЫ ПО ИИС	292
ПРИЛОЖЕНИЕ К. ЧИСЛО ИНВЕСТРОВ ИИС	293
ПРИЛОЖЕНИЕ Л. СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ В АКЦИИ	294
ПРИЛОЖЕНИЕ М. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ В АКЦИИ	296
ПРИЛОЖЕНИЕ Н. РЕНТАБЕЛЬНОСТЬ АКТИВОВ ПО ОКВЭД	297
ПРИЛОЖЕНИЕ П. ПРИРОСТ ПО НАЛОГУ НА ПРИБЫЛЬ ПОДОТРАСЛЕЙ (ИНСТРУМЕНТ – АКЦИИ)	300

ПРИЛОЖЕНИЕ Р. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ АКЦИЙ (РСБУ)	301
ПРИЛОЖЕНИЕ С. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ АКЦИЙ (МСФО)	302
ПРИЛОЖЕНИЕ Т. НАЛОГОВАЯ НАГРУЗКА ПО ОКВЭД	303
ПРИЛОЖЕНИЕ У. ОТРАСЛЕВАЯ СТРУКТУРА ИНДЕКСА RUSBITR	305
ПРИЛОЖЕНИЕ Ф. СТРУКТУРА ИНВЕСТИЦИЙ ИНДИВИДУАЛЬНЫХ ИНВЕСТОРОВ В КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ	308
ПРИЛОЖЕНИЕ Х. ПРИРОСТ ПО НАЛОГУ НА ПРИБЫЛЬ ПОДОТРАСЛЕЙ (ИНСТРУМЕНТ – КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ)	310
ПРИЛОЖЕНИЕ Ц. СВОДНЫЕ ТАБЛИЦЫ ПРИРОСТА НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ	313
ПРИЛОЖЕНИЕ Ш. СВОДНЫЕ ТАБЛИЦЫ ПРИРОСТА НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (КГЭ)	322
ПРИЛОЖЕНИЕ Щ. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИРОСТА НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ	331
ПРИЛОЖЕНИЕ Э. ПОКАЗАТЕЛИ ПРИРОСТА НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (КГЭ)	332
ПРИЛОЖЕНИЕ Ю. ОБЪЕМ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ НПФ И ПФР	333
ПРИЛОЖЕНИЕ Я. ДОХОДНОСТЬ ИНВЕСТИРОВАНИЯ ПЕНСИОННЫХ СРЕДСТВ	334
ПРИЛОЖЕНИЕ 1. СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ РЕЗЕРВОВ НПФ	335
ПРИЛОЖЕНИЕ 2. СТРУКТУРА ПЕНСИОННЫХ НАКОПЛЕНИЙ НПФ	336
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. ПРИРОСТ ПО НАЛОГУ НА ПРИБЫЛЬ ПОДОТРАСЛЕЙ (ПЕНСИОННЫЕ РЕЗЕРВЫ НПФ, ИНСТРУМЕНТ – КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ)	337
ПРИЛОЖЕНИЕ 4. ПРИРОСТ ПО НАЛОГУ НА ПРИБЫЛЬ ПОДОТРАСЛЕЙ (ПЕНСИОННЫЕ НАКОПЛЕНИЯ НПФ, ИНСТРУМЕНТ – КОРПОРАТИВНЫЕ ОБЛИГАЦИИ)	340
ПРИЛОЖЕНИЕ 5. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ	

ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ПЕНСИОННЫЕ РЕЗЕРВЫ НПФ, РСБУ)	343
ПРИЛОЖЕНИЕ 6. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ПЕНСИОННЫЕ НАКОПЛЕНИЯ НПФ, РСБУ)	344
ПРИЛОЖЕНИЕ 7. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ПЕНСИОННЫЕ РЕЗЕРВЫ НПФ, МСФО)	345
ПРИЛОЖЕНИЕ 8. ПРИРОСТ НАЛОГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ ЭМИТЕНТОВ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЛИГАЦИЙ (ПЕНСИОННЫЕ НАКОПЛЕНИЯ НПФ, МСФО)	346

ВВЕДЕНИЕ

Актуальность темы исследования. В Российской Федерации значительные объемы финансовых ресурсов граждан не задействованы в инвестиционном процессе или вовлечены в него, однако не напрямую, а посредством передачи сбережений коммерческим банкам. Так, по оценкам аналитиков, объем активов на зарубежных счетах граждан Российской Федерации составляет более 13 трлн руб., внушительные суммы также хранятся в форме наличных денежных средств. По данным Банка России, вклады и другие привлеченные средства физических лиц в коммерческих банках по состоянию на 30 июня 2021 г. составили более 34 трлн руб. Таким образом, индивидуальные инвесторы располагают значительными финансовыми ресурсами, однако в силу различных соображений не инвестируют их либо не инвестируют напрямую в реальный сектор. Весомые объемы финансовых ресурсов также сосредоточены у институциональных инвесторов, в первую очередь – различных инвестиционных фондов. В итоге имеет место ситуация, когда внутренние финансовые ресурсы резидентов страны не используются для ее развития. Российские корпорации при этом остро нуждаются в финансовых ресурсах, в силу геополитических рисков часто оказываются в изоляции от зарубежных финансовых рынков и вынуждены заимствовать только на отечественном рынке. Задача государства в подобной ситуации – мобилизовать финансовые ресурсы отечественных частных инвесторов для стимулирования экономического роста посредством использования различных инструментов.

В рамках названной задачи в мировой практике активно используются инструменты налоговой политики: налоговые ставки и налоговые льготы. И первые, и вторые применяются как прямым образом – непосредственно в отношении налогоплательщиков – корпораций, так и косвенным – путем стимулирования частных инвесторов к приобретению корпоративных ценных бумаг.

Для корпораций одним из источников роста выступает капитал,

привлекаемый как в долговой, так и в доленой формах. Стимулирование инвестиций частных инвесторов вызывает приток капитала на биржевой рынок корпоративных ценных бумаг. Корпорации таким образом наращивают капитал и финансовые показатели своей деятельности. Проблема в данном случае состоит в определении эффектов прироста капитала для отдельных корпораций и их влияния на показатели выручки, прибыли, прироста налоговых платежей.

В Российской Федерации действуют налоговые льготы на рынке ценных бумаг как для индивидуальных, так и для институциональных инвесторов. Наиболее распространены инвестиционные налоговые вычеты по НДФЛ посредством открытия индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС) и льгота для негосударственных пенсионных фондов (НПФ) по налогу на прибыль организаций от доходов по ценным бумагам. Данные льготы пользуются значительной популярностью. Так, по состоянию на 30 июня 2021 г. количество ИИС превысило 4 млн, а общая сумма активов на них – 450 млрд руб. Активы пенсионных накоплений НПФ на эту же дату составили 3 трлн руб., а пенсионных резервов НПФ – более 1,5 трлн руб.

Государство, предоставляя налоговые льготы частным инвесторам на рынке ценных бумаг, недополучает значительные финансовые ресурсы. Так, по итогам 2015–2019 гг. суммарные налоговые расходы по предоставлению инвестиционных налоговых вычетов с использованием ИИС составили 12,8 млрд руб. Налоговые расходы государства по льготированию налога на прибыль для НПФ по доходам от ценных бумаг (размещению пенсионных резервов) ежегодно составляют 10–15 млрд руб. Аналогичная льгота по инвестированию пенсионных накоплений более значительна и изменчива, ее размер по итогам 2017–2020 гг. составлял от 0,5 до 55 млрд руб. ежегодно, в зависимости от доходности пенсионных накоплений. В масштабе суммы налога на прибыль в консолидированном бюджете Российской Федерации суммарная льгота для НПФ по налогу на прибыль по итогам 2017–2020 гг. составила от 14 до 71 млрд руб., или в пределах 1,5 %. По мнению автора, данные суммы

налоговых льгот являются существенными в федеральном масштабе и достаточными для необходимости оценки их эффективности.

В плане оценки налоговых льгот на рынке ценных бумаг наблюдается парадоксальная ситуация: налоговые расходы государством фактически произведены, эффект и эффективность от их введения с позиции государства не отслеживаются по причине недоработок методологии и методик. Более того, в рамках инвестиций с использованием налоговых льгот частным инвесторам Российской Федерации разрешено приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов, что стимулирует развитие не отечественных корпораций, а зарубежных.

По мнению автора работы, налоговые расходы государства по предоставлению налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг необходимо оценивать на предмет фискальной эффективности и корректировать с целью стимулирования развития отечественных корпораций. Проблема определения эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг состоит в сложности отслеживания инвестиций частных инвесторов, рассеянных по различным видам ценных бумаг и эмитентов.

На теоретико-методологическом уровне актуальным является развитие теории и методологии оценки эффективности инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг с позиции государства. При этом значение имеют как расширение терминологического аппарата, формирование основных методологических тезисов и допущений, так и оценка эффективности налоговых расходов государства. На методическом уровне необходима разработка оригинального методического подхода, сочетающего результаты предоставления налоговых льгот частным инвесторам на микроуровне (для эмитентов) и на макроуровне (с позиции государства). На инструментальном уровне существует необходимость разработки методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг с позиции государства.

Степень разработанности проблемы. Исследования в области влияния налоговой политики на инвестиции проведены многими авторами, преимущественно зарубежными. Зарубежные методологические подходы к оценке влияния налоговой политики на макроэкономические показатели в рамках моделей общего равновесия были разработаны Дж.М. Кейнсом, М. Ротбардом, представителями теории экономики предложения (ТЭП) М. Боскином, А. Лаффером, П. Робертсом, М. Фелдштейном, М. Эвансом. В современном понимании ТЭП и кривая А. Лаффера дополнены А. Брандолини, А. Гулсби, С. Дженкинсом, С. Кацманом, Дж. Миклрайтом, Б. Ноланом, Т. Пикетти, Э. Саез, Г. Солдатосом.

Анализируя влияние налоговой политики на инвестиции, большинство зарубежных исследователей дают положительный ответ. Налоговая политика при этом рассматривается как часть инвестиционной политики. ТЭП и ее последователи отстаивают идею о том, что налоговые преференции могут привести к большим налоговым доходам государства, а при росте налоговой нагрузки налоговые поступления существенно снижаются.

В зарубежных исследованиях моделей частичного равновесия доминирует неоклассическая модель инвестиций, разработанная Р. Холлом и Д. Джордженсоном. Модель предполагает структурную связь между ставкой налога на прибыль, приведенной стоимостью амортизационных отчислений, инвестиционной налоговой льготой и инвестициями через стоимость капитала для инвестора. Неоклассическая модель инвестиций впоследствии была дополнена Ч. Бишоффом, Р. Коэном и подверглась критике со стороны М. Надири, Р. Эйснера.

С целью оценки влияния налогов на инвестиции также применяется модель Кинга-Фуллертон и ее модификации авторства К. Гордона и Г. Чилингуириана, И. Карзановой. В данной модели воздействие налогообложения на инвестиции происходит через изменение стоимости капитала и измеряется предельной эффективной налоговой ставкой.

Налоговые новации дают возможность протестировать существующие гипотезы на практике, провести так называемые «естественные эксперименты». Исследования в форме «естественных экспериментов» и симуляций проведены в разные годы многими зарубежными авторами, в том числе Х. Азлан Аннуаром, С. Айхфельдером, М.Т. Альварез-Мартинезом, Р. Вергарой, А. Галиндо, Д. Джордженсоном, С. Дянковым, Э. Звиком, Х. Исой, С.А. Ибрагимом, М. Мелендезом, Дж. Мэхоном, Э. Орн, Дж. Парком, Д. Ромер, К. Ромером, Л. Саммерсом, С.А. Солариом, М. Сэлинджером, М. Фельдштейном и Дж. Флеммингом, К. Хаусом, Р. Холлом, М. Шапиро, К. Шнайдером, Д. Яган и др.

Результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что снижение налоговых ставок и предоставление налоговых льгот положительно влияют на рост инвестиций. При этом рост инвестиций может как предшествовать налоговой реформе, так и иметь остаточный эффект. Помимо налоговых ставок и преференций, на рост инвестиций оказывают влияние и иные составляющие, например налоговое законодательство, рост населения, человеческий капитал и иные.

В зарубежной литературе, преимущественно американской, существуют исследования о влиянии налоговых льгот по счетам IRA¹ на сбережения граждан. Они проведены О.П. Аттанасио, Д.А. Вайсом, С.Ф. Венти, В.Дж. Гейл, Т. Делейре, Дж.М. Потерба, Дж.С. Скиннером, Р.Г. Хаббардом, Дж.К. Шольцем, Э.М. Эндженом. При этом М. Фельдштейном всего лишь упомянуты такие эффекты от использования IRA, как рост акционерного капитала и прирост налоговых платежей корпораций. Результаты эмпирических исследований аналогичных ИИС счетов в целом подтверждают влияние данной налоговой льготы на рост сбережений и инвестиций, однако есть и противоположные результаты.

В диссертационной работе соединены воедино как названные выше

¹ Individual retirement account, американский аналог российских ИИС типа Б.

исследования в области налогообложения, так и работы в области развития рынка ценных бумаг как механизма перераспределения финансовых ресурсов. В российской экономической литературе исследованиями в плане развития рынка ценных бумаг, в том числе за счет средств индивидуальных и институциональных инвесторов, в разные годы занимались А.Е. Абрамов, Н.И. Берзон, Н.Б. Болдырева, О.В. Буклемишев, Ю.А. Данилов, А.В. Новиков и И.Я. Новикова, Б.Б. Рубцов. При этом важность налоговых льгот в плане привлечения на рынок ценных бумаг частных инвесторов отмечают В.З. Баликоев, Я.М. Миркин и др.

В отечественной литературе существуют исследования в области общей методологии оценки налоговых льгот Л.И. Гончаренко, Ю.Б. Иванова, И.А. Майбурова, Т. Малининой, Н.П. Мельниковой, Ю.В. Леонтьевой. Вопросы оценки эффективности налоговых льгот безотносительно налоговых льгот на рынке ценных бумаг анализируются Д.А. Артеменко, К.А. Банновой, Е.С. Вылковой, А.П. Киреенко, М.В. Князевой, Т.В. Конц, Д.А.О. Мамедовым, М.А. Троянской и другими авторами. Проблема оценки эффективности в принципе и эффективности инвестиций в частности обсуждается М.П. Афанасьевым, А.Б. Коганом, И.А. Рождественской, В.Л. Тамбовцевым, О.И. Тишутинной, Н.Н. Шаш.

В качестве исходной научной гипотезы выдвинуто положение: фискальную эффективность налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг необходимо оценивать и на этой основе принимать решения о корректировке налоговых льгот.

Целью диссертационного исследования является развитие теории и методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг.

Для реализации поставленной цели сформулированы и решены следующие **задачи:**

- 1) развить теорию экономики предложения в части оценки налоговых

льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг;

2) сформировать методологическую основу по привлечению частных инвесторов на рынок ценных бумаг с использованием налоговых льгот и оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов с позиции государства;

3) проанализировать проблематику применения известных методических подходов к оценке влияния налогов на инвестиции частного сектора;

4) создать методический подход к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг;

5) разработать методику и алгоритмы оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг применительно к индивидуальным и институциональным инвесторам;

6) провести апробацию авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере индивидуальных и институциональных инвесторов;

7) разработать рекомендации по модификации и совершенствованию налоговых льгот на рынке ценных бумаг для индивидуальных и институциональных инвесторов.

Объект исследования – процессы привлечения инвестиций индивидуальных и институциональных частных инвесторов на рынок ценных бумаг посредством предоставления им налоговых льгот.

Предмет исследования – методология и практика оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг для частных инвесторов.

Объект наблюдения – инвестиции индивидуальных и институциональных частных инвесторов на рынке ценных бумаг (в акции и корпоративные облигации), сформированные благодаря предоставлению инвесторам налоговых льгот.

Область исследования. Содержание диссертации соответствует паспорту научной специальности 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и

кредит» по следующим пунктам: 2.9. «Концептуальные основы, приоритеты налоговой политики и основные направления реформирования современной российской налоговой системы», 2.17. «Бюджетно-налоговая политика государства в рыночной экономике», 3.12. «Структура и взаимосвязь механизма финансового взаимодействия государства и корпоративных финансов в рыночных условиях», 3.20. «Источники финансирования хозяйствующих субъектов, проблемы оптимизации структуры капитала», 4.4. «Стратегия трансформации доходов населения в организованные сбережения».

Теоретической основой исследования являются теория «неоклассической контрреволюции», сформированная на основе современной теории монетаризма, экономической теории предложения и теории рациональных ожиданий, а также теория общественного благосостояния и теория распределительной эффективности.

Методологическая основа исследования. Автором использованы признанные общенаучные теоретические методы (терминологический, гипотетический, исторический, формализация, абстрагирование, обобщение, восхождение от абстрактного к конкретному), общенаучные общелогические методы (анализ и синтез, индукция и дедукция, логика), общенаучные эмпирические методы (статистическое наблюдение и моделирование, измерение и сравнение), экономико-статистические методы, методы расчета относительных показателей.

Информационная база исследования – статистические данные Банка России, Минфина России, ФНС России, Московской биржи, НАУФОР, бухгалтерская (финансовая) отчетность по РСБУ и МСФО эмитентов акций и корпоративных облигаций.

Научная новизна исследования. Основным научным результатом диссертационного исследования состоит в разработке авторской концепции оценки налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, позволившей существенно развить методологию оценки налоговых льгот при

условии широкого распределения вложений инвесторов среди многих ценных бумаг и компаний – эмитентов.

Научные результаты, полученные автором и выносимые на защиту.

Наиболее значимые научные результаты исследования состоят в следующем.

На уровне теории:

1. Предложен подход к взаимоувязыванию интересов государства, эмитентов корпоративных ценных бумаг и частных инвесторов на основе предоставления последним налоговых льгот, позволяющий использовать налоговые льготы для достижения целей участвующих в них субъектов. В отличие от других существующих подходов, авторский подход гармонизирует интересы государства, эмитентов корпоративных ценных бумаг и частных инвесторов (п. 2.9, п. 2.17, п. 3.12).

На уровне методологии:

2. Предложена концептуальная модель формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы. Данная модель позволяет использовать налоговые льготы для привлечения средств частных инвесторов на рынок ценных бумаг, прироста капитала и налоговых платежей эмитентов ценных бумаг. В отличие от традиционных моделей портфельного инвестирования, ориентированных на интересы инвестора и фокусирующихся на формировании портфеля и достижении определенной доходности при заданном уровне риска, настоящая модель построена с позиции государства и фискальной эффективности налоговых льгот (п. 2.9, п. 2.17, п. 3.12).

3. Детализированы результаты предложенной концептуальной модели формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг в качестве шести эффектов, позволяющих отслеживать результаты модели на отдельных этапах ее реализации. В отличие от существующих исследований, ограничивающихся фиксацией прироста инвестиций частных инвесторов вследствие предоставления им налоговых льгот, автор заявляет такие эффекты

как прирост долевого и долгового капитала корпораций, а также прирост их прибыли, налоговых платежей и сокращение государственного долга (п. 2.9, п. 3.20, п. 4.4).

4. Разработаны базовые подходы к формированию инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг, включая допущения, при условии которых возможна реализация концептуальной модели. Если традиционные подходы в плане анализа инвестиций частных инвесторов делают акцент именно на доходности инвестора, то в авторской трактовке фокус смещается в сторону интересов государства и фискальной эффективности предоставляемых частным инвесторам налоговых льгот (п. 2.17, п. 3.12).

5. В рамках авторской методологии формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг с использованием налоговых льгот обоснована необходимость применения фондовых индексов или иных показателей, характеризующих структуру инвестиций частных инвесторов. Фондовые индексы позволяют отследить состав портфелей инвесторов после принятия ими инвестиционных решений и определить круг эмитентов, чьи ценные бумаги приобрели инвесторы. Фондовые индексы используются в работе не как индикаторы движения рынка ценных бумаг с позиции инвестора, а иным образом – для определения состава и структуры усредненного портфеля частного инвестора (п. 4.4).

На уровне методических подходов:

6. Предложен методический подход к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на основе оценки налоговых расходов государства, состава и структуры портфелей частных инвесторов и показателей эмитентов корпоративных ценных бумаг, позволяющий реализовать авторские методологические положения на практике. Показатели налоговых расходов государства, состава и структуры портфелей частных инвесторов, а также финансовые показатели эмитентов корпоративных ценных бумаг используются для оценки эффективности

налоговых льгот на рынке ценных бумаг впервые (п. 2.17, п. 3.12, п. 4.4).

На уровне методик:

7. Разработаны универсальная авторская методика и алгоритмы оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, позволяющие определить фискальную эффективность введения определенных налоговых льгот для индивидуальных и институциональных инвесторов. Если существующие методики оценки эффективности налоговых льгот сосредоточены на отдельно взятом налогоплательщике, которому предоставляется льгота, то авторская методика и алгоритмы позволяют рассчитать эффективность налоговых льгот, предоставляемых широкому кругу инвесторов и распределенных среди многих эмитентов и ценных бумаг (п. 2.17, п. 3.12, п. 4.4).

Теоретическая и методологическая значимость работы. Значимость работы состоит в развитии теоретических и методологических основ оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг для частных инвесторов с позиции государства. Предложенные автором теоретические и методологические основы трансформированы в методический подход и методику оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг для частных инвесторов.

Практическая значимость работы. Практическая значимость работы состоит в ее соответствии цели реализации Концепции повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 г. в части оценки эффективности налоговых расходов по предоставлению инвесторам налоговых льгот. Апробация методик позволяет внести изменения в НК РФ и другие нормативные документы по изменению условий предоставления инвестиционных налоговых вычетов и иных льгот для индивидуальных инвесторов и условий предоставления налоговых льгот для НПФ по налогу на прибыль организаций.

Степень достоверности и апробация результатов исследования.

Материалы диссертационного исследования используются в учебном процессе Федерального государственного автономного образовательного учреждения высшего образования «Национальный исследовательский Томский государственный университет» в рамках дисциплин «Портфельные инвестиции», «Инновации на финансовых рынках», «Международные финансы» на русском и английском языках. Также ряд положений диссертации был реализован в учебном процессе университета Коимбры (Португалия) в 2021 г. в рамках выполнения гранта Erasmus+ KA107 (Международная программа мобильности в Университете Коимбры (ICM.UC), договор № 2018-1-PT01-KA107-046827, курс «Инновации на финансовых рынках»).

Отдельные положения исследования апробированы автором в процессе выполнения гранта TEMPUS PROJECT «Strengthening Higher Education in the Sphere of Finance in Siberia and the Far East of Russia» (EduSFE) в 2015–2016 гг. и разработки в рамках данного гранта курса «Финансовые рынки и институты» на английском языке.

Исследования по развитию НПФ и налоговых льгот для них выполнены при реализации гранта Правительства Словении «Корпоративная архитектура финансовых институтов» («Enterprise architecture for financial institutions») совместно с сотрудниками Университета Марибора (Словения) в 2016–2018 гг.

Также автором работы в 2020 г. проведена серия семинаров по развитию и эффективности ИИС с позиции индивидуального инвестора для сотрудников ООО «Газпромнефть Энергосистемы».

Основные результаты научного исследования представлялись, обсуждались и получили одобрение на международных научных конференциях: VII Международной научной конференции «Институциональная трансформация экономики: человек и социум» (ИТЭ-ЧС (ITE-HS)) – 2021 (Томск, Томский государственный университет, 2021); VIII Международной научно-практической конференции «Интеграция науки и общества на современном этапе» (Новосибирск, НГУЭУ, 2021); XIII

Международном налоговом симпозиуме «Теория и практика налоговых реформ» TPTR 2021 (Белоруссия, Минск, Белорусский государственный экономический университет, 2021); Международной конференции «Менеджмент в финансовой экономике» (Ростов-на-Дону, Южный федеральный университет, 2021); 16-й Международной конференции Ассоциации экономических университетов Юго-Восточной Европы и Черноморского региона (ASECU) «Глобальные социально-экономические вызовы и развитие регионов» (Новосибирск, НГУЭУ, 2020); XII Международном налоговом симпозиуме «Теория и практика налоговых реформ» TPTR 2020 (Тюмень, Тюменский государственный университет, 2020); 54-й Международной научной конференции «Экономическое и социальное развитие» (Новосибирск, НГУЭУ, 2020); 18-й ежегодной конференции по финансам и бухгалтерскому учету (ACFA) «Влияние глобализации на международные финансы и бухгалтерский учет» (Чехия, Прага, Университет экономики и бизнеса, 2017).

Публикации. Результаты диссертационного исследования представлены в монографиях, статьях, докладах и материалах конференций. Всего по теме диссертации опубликовано 40 работ общим объемом 115,77 п.л. (32,51 п.л. авторских), в том числе 24 статьи в рецензируемых научных изданиях, включенных в перечень ВАК Российской Федерации (17,78 п.л. авторских), 5 индексируемых в Web of Science и Scopus публикации, 1 авторская монография, 3 коллективных монографии.

Объем и структура работы. Диссертационное исследование состоит из введения, 5 глав, заключения, списка сокращений, списка литературы (458 источников) и 33 приложений. Основной текст изложен на 273 страницах, содержит 16 рисунков и 23 таблицы.

1. НАЛОГОВЫЕ ЛЬГОТЫ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ КАК ИНСТРУМЕНТ СТИМУЛИРОВАНИЯ ИНВЕСТИЦИЙ

1.1. Роль рынка ценных бумаг в процессе привлечения инвестиций частных инвесторов и распределения капитала

Дискуссия о роли финансового рынка в экономике началась более 100 лет назад с исследования Й. Шумпетера, заявившего о стимулировании финансовой системой инноваций и формировании на этой основе экономического роста в долгосрочной перспективе [291]. Позднее, в противовес Й. Шумпетеру, появилась точка зрения Дж. Робинсон [285] о пассивном следовании финансовых рынков² за экономическим развитием. Активное обсуждение роли финансовых рынков в экономическом развитии возобновилось в 90-е гг. XX века вследствие роста финансовых рынков, появления финансовых инноваций, развития интернет-торговли, стремительного роста сектора спекулятивных операций и деривативов. Немаловажно отметить, что драйвером данных событий послужил американский рынок и в законодательном плане – отмена Закона Гласса – Стигалла.

Вопрос о роли финансового рынка в экономике в современном понимании звучит так: способствует ли рост финансовых рынков экономическому развитию или, напротив, лишь следует за ним? Современные исследования склоняются к значительной роли финансового рынка в последующем долгосрочном развитии экономики. Так, Р. Кинг и Р. Левайн [267] констатируют наличие устойчивой связи между уровнем развития финансовых рынков и долгосрочными темпами экономического развития. А. Демиргюч-Кунт и Р. Левайн установили положительную причинно – следственную связь между развитием финансового сектора и экономическим

² Рынок ценных бумаг в экономической литературе рассматривается как часть финансового рынка. Мы оперируем термином «финансовый рынок» в тех случаях, когда авторы употребляют именно этот термин, подразумевая под ним в том числе и рынок ценных бумаг.

развитием: «Экономики с более развитыми финансовыми системами растут быстрее на долгосрочном горизонте» [222, 271]. При этом есть исследования, доказывающие, что влияние финансовых рынков на экономический рост ослабляется на высоких уровнях финансового развития и в итоге может стать отрицательным [289]. Также появилась гипотеза «избыточных финансов» (too much finance) Ж.-Л. Арканда, Э. Беркеса и У. Паницца [192]. Авторы утверждают, что на графике зависимости экономического роста от развития финансового сектора существует точка перегиба, за которой повышение емкости финансовых рынков может снизить экономический рост. Б. Курнеде, О. Денк и П. Хоэллер [217] установили, что положительная или отрицательная зависимость экономического роста от развития финансового сектора зависит от достигнутого уровня финансового развития, определяемого уровнем финансовализации. Во многих исследованиях финансовый рынок делится на банковский и небанковский. Функцией небанковского финансового рынка считается обеспечение долгосрочных инвестиций в экономику. При этом ускоренное развитие банковского сектора часто [217] подвергается сомнению.

Проблема развития финансового рынка с позиции стимулирования экономического роста обсуждается многими отечественными авторами, в их числе Ю.А. Данилов [78], в том числе с соавторами А.Е. Абрамовым и О.В. Буклемишевым [76, 79], Я.М. Миркин [111], А.В. Новиков и И.Я. Новикова [114-116]. Роль финансового рынка в экономике также анализируется и автором [40].

Таким образом, вышеупомянутые авторы доказывают, что экономики с более развитыми финансовыми рынками растут быстрее в долгосрочной перспективе. Соответственно, развитый рынок ценных бумаг дает позитивный вклад в экономический рост, а налоговые льготы для частных инвесторов способствуют емкости финансового рынка.

Далее мы неизбежно сталкиваемся с вопросом эффективности финансового рынка. Длительное время под эффективностью финансового

рынка понималась эффективность в ценовом или информационном смысле в соответствии с гипотезой Ю. Фама [234]. Согласно данной гипотезе, вся существенная информация немедленно и в полной мере отражается на рыночной стоимости ценных бумаг; манипулирование рынком, инсайдерская торговля и арбитраж невозможны; цены на финансовые активы незыблемы.

При этом также существует «распределительная эффективность» (allocational efficiency), анализируемая в работах ряда авторов, например В. Баумоля [197]. Распределительная эффективность долгое время имела подчиненное положение относительно информационной эффективности, хотя и была заявлена в литературе достаточно давно, более 50 лет назад. Под распределительной эффективностью понимается выполнение финансовым рынком своих функций. Глоссарий NASDAQ определяет данный термин как «эффективность, с которой рынок направляет капитал для наиболее продуктивного использования» [244]. Соответственно, распределительная функция финансового рынка состоит в:

- в инвестировании сбережений индивидуальных инвесторов и средств институциональных инвесторов на долгосрочной долевой и долговой основах;
- в трансформации рисков предпринимательской деятельности [76];
- в перераспределении инвестиционных ресурсов между отраслями и сферами экономики, в том числе обеспечении перелива капитала из депрессивных отраслей в быстро прогрессирующие;
- в финансировании дефицита государственного бюджета на неинфляционной основе;
- в обеспечении эффективного ценообразования на финансовые активы [76].

Таким образом, в контексте влияния финансового рынка на экономический рост большее значение приобретает именно перераспределительная функция, в то время как информационная функция ее дополняет.

Для развивающихся рынков, к числу которых относится и РФ, финансовый рынок имеет особое значение в плане стимулирования их экономического роста. Широко известно, что развивающиеся рынки имеют повышенные риски по сравнению с развитыми рынками, однако и подразумевают большую доходность. При этом основными рисками, дестабилизирующими ситуацию на развивающихся рынках, являются политические, валютные, риски ликвидности, а также риски корпоративного управления, связанные с неразвитостью системы корпоративного управления, наличием ограничений по приобретению пакетов акций крупных компаний, несовершенной системой контроля и бухгалтерского учета [57, с. 140]. Налоговые льготы для частных инвесторов на развивающихся рынках могут послужить мощнейшим драйвером развития экономики.

Многие авторы отмечают особые функции финансовых рынков применительно к развивающимся финансовым рынкам, к числу которых относится и РФ. Дж. Стиглиц [299] уточняет функции финансовых рынков именно в отношении развивающихся рынков и формулирует их следующим образом:

- движение капиталов от сберегателей и инвесторов к заемщикам;
- объединение капиталов для финансирования проектов;
- выбор и мониторинг инвестиционных проектов;
- обеспечение возвратности вложенных средств;
- передача, разделение и диверсификация рисков.

Дж. Глен [243] подчеркивает способность финансовых рынков мобилизовывать капитал и роль данной функции для развивающихся рынков, где предложение капитала может быть ограниченным. Разработчики программы модернизации финансового рынка Индии «Сто небольших шагов» выделяют первичные и вторичные функции финансового рынка [187]. Первичные функции состоят в перераспределении рисков, сигнализировании о состоянии отраслей и эмитентов, организации контактов потребителей и

поставщиков финансовых ресурсов с низкими издержками. Вторичные функции включают в себя сокращение стоимости финансирования для эмитентов и государства, обеспечение наилучшего распределения ресурсов в экономике, улучшение процесса выработки макроэкономической политики. Также в числе вторичных функций впервые названа функция «буфера», состоящая в поглощении потерь индивидуальных инвесторов от рискованных вложений рынком акций и облигаций [187].

Если в литературе очень часто употребляется термин «финансовый рынок» как синоним рынка ценных бумаг, то мы должны все же оговорить, что финансовый рынок – более общее понятие, подразумевающее обращение финансовых инструментов и трансформацию сбережений в инвестиции. С учётом многообразия финансовых инструментов в составе финансового рынка обычно выделяют рынок ценных бумаг как основной сегмент, а также валютный рынок и рынок банковских кредитов (в трактовке многих авторов – банковских услуг). Некоторые авторы отдельно включают в состав финансового рынка сегмент деривативов, мы же считаем его частью рынка ценных бумаг по причине тесной взаимосвязи торговли ценными бумагами с производными инструментами. Также существует и обоснованное мнение о наличии в составе финансового рынка сегмента страховых продуктов [76]. В настоящей работе изучаются инвестиционные механизмы привлечения инвесторов именно на рынок ценных бумаг как часть финансового рынка, поэтому в дальнейшем в работе мы будем оперировать термином именно «рынок ценных бумаг». Также отметим, что в литературе в основном рассматриваются функции финансового рынка, в полной мере присущие именно рынку ценных бумаг.

При предоставлении налоговых льгот на рынке ценных бумаг частным инвесторам мы неизбежно затрагиваем роль организованного рынка ценных бумаг, который в современном понимании является рынком биржевым. Биржевой рынок выступает моделью рынка ценных бумаг в миниатюре, где

многократно в течение секунды происходит пересечение кривых спроса и предложения, и таким образом определяется равновесная цена. Биржевой рынок реализует выполнение рынком ценных бумаг ценовой, организованной и регулирующей функций. Подробнее роль биржевого рынка в развитии проанализирована в статье М.В. Прянишниковой [128]. Таким образом, биржевой рынок оперативно организует перераспределение инвестиционных ресурсов между инвесторами и эмитентами, мгновенно реагирует на изменения, отыгрывает информационный фон в цене и является «барометром» состояния экономики.

Поскольку в дальнейшем речь пойдет об ИИС и налоговых льготах для НПФ, то мы ограничиваем область анализа биржевым рынком ценных бумаг. Основанием являются два обстоятельства: ИИС в РФ могут быть открыты только на биржевом рынке, НПФ инвестирует активы тоже на биржевом рынке. При этом в концептуальной модели формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы, предложенной в п. 2.3, потенциально присутствует опция покупки ценных бумаг инвесторами на внебиржевом рынке.

В контексте привлечения средств инвесторов на рынок ценных бумаг необходимо отметить и понятие частного инвестора, в нормативных документах отсутствующее. Под частными инвесторами мы понимаем негосударственных инвесторов, а именно – индивидуальных (физических лиц) и институциональных (юридических лиц). Нередко частными инвесторами именуется только индивидуальные инвесторы, что в корне неверно, поскольку частный капитал сосредоточен в большей степени в руках юридических лиц, а не физических. Однако развитию инвестиционной культуры индивидуальных инвесторов в РФ уделяется повышенное внимание, как на практике, так и в литературе.

Институциональными инвесторами выступают негосударственные пенсионные фонды (НПФ), инвестиционные фонды, страховые компании,

коммерческие банки, кредитные потребительские кооперативы граждан и иные. При этом значительное влияние на рынке в последние годы как в России, так и за рубежом приобретают именно фонды: пенсионные, паевые инвестиционные (за рубежом – mutual funds), ETF (exchange-traded funds), хедж-фонды (в России в оригинальном западном понимании отсутствуют). Подробнее функционирование отдельных видов инвестиционных фондов изложено в статьях [30, 50].

Анализируя влияние финансовых рынков на экономическое развитие, необходимо выделить возрастающую роль институциональных инвесторов на мировом финансовом рынке, которую отмечают, например М. Феррейра и П. Матос [240, с. 499]. Также следует отметить, что институциональные инвесторы являются основными игроками не только на развитых рынках капитала, но также и на развивающихся [265, с. 145]. Соответственно, анализ влияния налоговой политики на инвестиции не следует ограничивать исключительно данными о промышленности и производстве или же индивидуальных инвесторах, а также принимать во внимание огромную роль институциональных инвесторов.

В РФ в последние два года доля индивидуальных инвесторов в числе частных стремительно растет, что подтверждает актуальность исследования предоставляемых им налоговых льгот. Также следует отметить, что увеличение числа отечественных частных инвесторов способствует стабильности рынка и снижению его волатильности. В ситуациях, когда на рынке доминируют крупные иностранные институциональные инвесторы, волатильность рынка неизбежно велика.

С учётом анализа в дальнейшем налоговых льгот для российских инвесторов, исходя из НК РФ, круг инвесторов в работе ограничен только резидентами РФ. Тем не менее вопрос о налогообложении инвесторов – нерезидентов также является актуальным для изучения, поскольку предоставление им налоговых льгот в РФ может стимулировать приток

иностранных инвестиций на российский рынок.

При аккумулировании средств частных инвесторов биржевой рынок играет следующую роль:

– предоставляет частному инвестору возможность широкого выбора инструментов, исходя из их отраслевой принадлежности, сроков обращения, соотношения цены и качества, иных параметров;

– обеспечивает информационную открытость эмитентов, под которой мы понимаем жесткие требования по раскрытию ими существенной информации;

– позволяет перераспределить капитал достаточно быстро как для эмитента, так и для инвестора. Ключевую роль здесь играют различные факторы: первичное это размещение или вторичные торги, произведена ли эмитентом регистрация программ биржевых облигаций, «заведены» ли денежные средства и ценные бумаги инвестора на биржу и тому подобные «технические» детали;

– дает инвестору, эмитенту прозрачность сделок и свободное отслеживание котировок и фондовых индексов в дальнейшем;

– позволяет поддерживать ликвидность ценных бумаг.

Таким образом, наличие развитого биржевого рынка ускоряет и упрощает принятие инвестиционных решений частными инвесторами, что, в свою очередь, облегчает доступ эмитентов к инвестиционным ресурсам. Публичность эмитента и биржевое обращение его ценных бумаг дают инвестору некоторую гарантию соблюдения его интересов.

В отечественной научной периодике уделяется внимание развитию рынка ценных бумаг инновационных компаний. Так, в последние годы появились публикации по формированию портфелей акций инновационных компаний [161, 162], организации и специфике IPO инновационных акционерных обществ [100, 134]. Содержательным представляется исследование А.В. Зиненко и Т.А. Мартыновой [84] относительно взаимосвязи бета-коэффициентов компаний-инноваторов с аналогичными коэффициентами эмитентов «голубых

фишек» и акционерных обществ второго эшелона.

Многие зарубежные авторы также подчеркивают важность финансирования инновационных компаний на биржевых рынках. Так, Д. Феррейра, Г. Мансо и А. Сильва [239] утверждают, что публичные компании имеют больше возможностей для коммерциализации инноваций вследствие высокой емкости и ликвидности рынков ценных бумаг. Дж. Браун, С. Фаззари и Б. Петерсен [210] полагают, что молодые и высокотехнологичные компании финансируют свои программы НИОКР преимущественно за счет рынка акций. Эти же авторы проводят сравнительный анализ банковского финансирования с рынком акций и отмечают, что кредит едва ли заменит доленое финансирование вследствие информационных проблем, неопределенной окупаемости и недостатка обеспечения у компаний-инноваторов. В. Ачария и З. Ксу [188] подчеркивают очевидность и важность финансирования инновационных компаний на публичных рынках и утверждают, что публичные компании генерируют больше патентов в сравнении с непубличными. Ш. Бернштейн [205] исследует взаимосвязь между публичностью акционерного общества и его склонностью к инновациям, анализируя также процедуры IPO. Дж. Лернер, М. Соренсен и П. Стромберг [270] считают, что инвесторы рынка акций стимулируют инновации, освобождая менеджеров от краткосрочных задач. А.П. Киреенко и Е.Н. Орлова [90] рассматривают налогообложение как инструмент развития и стимулирования инновационной деятельности.

Если отечественные авторы пишут о финансировании инновационных компаний на публичных рынках сугубо в положительном ключе, то иностранные ученые подчеркивают неоднозначность финансирования акционерных обществ на биржевых рынках. Так, Р. Нанда и В. Керр [278] считают, что организованные рынки могут причинить вред подобным компаниям вследствие высоких агентских издержек. В. Фанг, Х. Тиан и Ш. Тисе [235] выдвигают гипотезу относительно того, что растущая ликвидность акций вредит инновациям, поскольку компании сталкиваются с

угрозой враждебного поглощения. Дж. Хе и Х. Тиан [252] констатируют: публичность не способствует инновационности вследствие того, что руководство публичных компаний вынуждено реализовывать в приоритетном порядке краткосрочные цели. Таким образом, мнения о биржевом обращении ценных бумаг инновационных компаний расходятся, однако большая часть авторов все же выступает в поддержку активного биржевого обращения данных ценных бумаг.

Для российского рынка ценных бумаг в целом характерно неравномерное развитие. Следует отметить, что с 2007 г.³ по настоящее время в развитии рынка достигнуты определенные успехи: развитие сегмента корпоративных облигаций, срочного рынка и выход на рынок индивидуальных инвесторов.

Рост емкости облигационного рынка в России имеет экспоненциальную линию роста (рисунок 1.1).

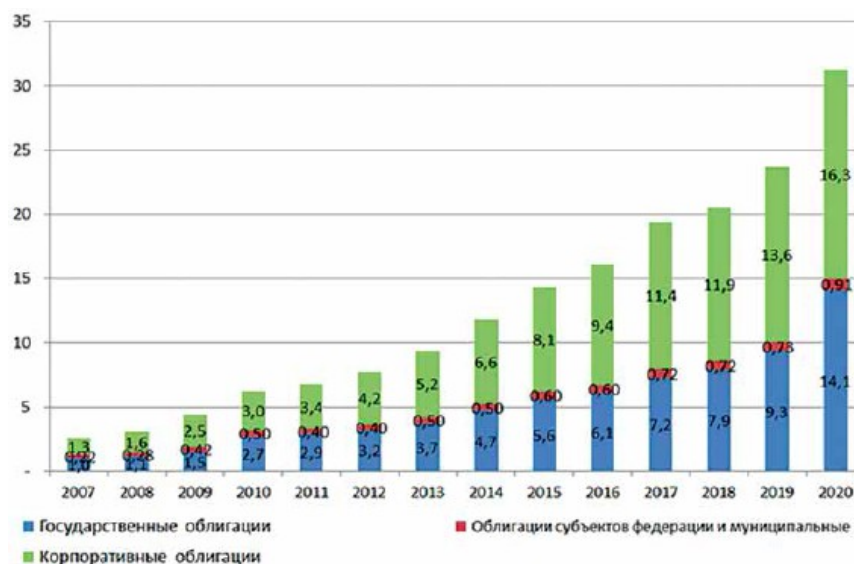


Рисунок 1.1 – Стоимость внутренних облигаций эмитентов Российской Федерации в обращении в 2007–2020 гг., трлн руб.

Источник: рисунок заимствован автором из Доклада НАУФОР «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312].

³ Автором анализируется российский рынок начиная с 2007 г., поскольку в 2007 г. рынок имел рекордные показатели по ряду параметров, а в 2008 г. последовал масштабный финансовый кризис.

В кризисные и посткризисные периоды внутренний рынок облигаций в России получал дополнительный спрос со стороны эмитентов, что приводило к отклонению графика стоимости облигаций в обращении вверх относительно экспоненциального тренда. После кризиса 2008 г., кризисных явлений 2014–2016 гг., а также введения санкций корпорациям стало менее выгодно занимать на зарубежном рынке, и они перенесли часть своих заимствований на внутренний рублевый рынок.

Однако следует признать, что, несмотря на достаточно быстрый рост, емкость облигационных рынков в России все еще недостаточна. Если проводить межстрановые сопоставления, она существенно уступает не только развитым государствам, но и другим странам БРИКС (таблица 1.1).

Таблица 1.1. – Доля внутренних облигаций эмитентов РФ в ВВП РФ и стран БРИКС в 2013–2020 гг., %

страны	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Соотношение внутренних государственных облигаций и ВВП								
Россия	6,1	6,9	6,7	7,1	7,9	7,0	8,5	13,2
БРИКС	22,6	22,6	25,4	33,3	37,1	35,7	38,0	н/д
Соотношение внутренних корпоративных облигаций и ВВП								
Россия	7,1	8,4	9,7	11,0	12,4	11,4	12,4	15,3
БРИКС	26,0	28,4	35,2	40,3	42,2	42,0	46,4	н/д

Источник: таблица заимствована автором из Доклада НАУФОР «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312]

Важнейшим достижением в развитии новейшей истории российского фондового рынка стало массовое появление на нем сбережений домашних хозяйств, являющихся основными инвесторами на всех развитых рынках. Количество счетов уникальных индивидуальных инвесторов по итогам 2020 г. достигло уровня в 8,8 млн человек, что соответствует 11,6 % экономически активного населения, а на 1 апреля 2021 г. превысило 11 млн человек (14,5 % экономически активного населения) [312].

Совокупный объем финансовых ресурсов, размещенных домохозяйствами на брокерских счетах и счетах доверительного управления,

составил по итогам 2020 г. 6 трлн руб. [312]. При этом приток средств населения на рынок ценных бумаг не привел к заметному сокращению притока средств населения на банковские счета и депозиты. Наиболее вероятным основным источником притока средств населения на фондовый рынок стали запасы наличных денежных средств, прежде всего иностранной валюты. В данном случае мы имеем дело с вовлечением в финансовый оборот ранее «омертвленных» ресурсов.

При этом рынок акций сокращался (таблица 1.2) – как по числу российских эмитентов, чьи акции торгуются на биржах, так и по капитализации и объему торговли, если выражать их в сопоставимых величинах (в долларах или в процентах к ВВП).

Таблица 1.2. – Капитализация и иные показатели российского рынка акций, 2007 и 2020 гг.

Показатель	2007	2020	2020/2007
Капитализация, млрд долл.	1342	694	52 %
Объем торговли акциями, млрд долл.	1227	486	40 %
Объем IPO, млрд долл.	29,4	0,6	2 %
Капитализация, в % к ВВП	98,9	48,2	49 %
Объем торговли акциями, в % к ВВП	47,3	32,9	69 %
Объем IPO, в % к ВВП	1,2	0,04	3,5 %

Источник: таблица заимствована автором из Доклада НАУФОР «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312]

Объем IPO/SPO в 2020 г. составил около 2 % от уровня 2007 г. в долларовом выражении или 3,5 % как отношение объем IPO/SPO к ВВП. Объемы IPO/SPO в 2018–2020 гг. представлены в таблице 1.3.

Основными проблемами рынка ценных бумаг РФ по-прежнему остаются незначительное число реальных индивидуальных инвесторов⁴, а также недостаточный уровень развития институциональных инвесторов как по числу, так и по объемам активов.

⁴ Многие счета индивидуальных инвесторов имеют нулевые остатки, поэтому мы говорим о реальных инвесторах.

Таблица 1.3. – Оценки объемов IPO / SPO российских корпораций, проводимых на внутреннем рынке, млрд руб.

Год	Оценки НАУФОР			Данные Московской биржи		
	IPO	SPO	Сумма	IPO	SPO	Сумма
2018	0	0	0	0	0	0
2019	0	77,7	77,7	0	30,6	30,6
2020	45,8	31,7	77,5	45,7	0	45,7

Источник: таблица заимствована автором из Доклада НАУФОР «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312]

В РФ неоднократно принимались различные государственные стратегии в области развития финансового сектора, в том числе Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 г. [185], Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 г. [171], Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2030 г. (проект) [184]. Все названные документы предусматривают развитие долгосрочного инвестирования на биржевом рынке, активизацию индивидуальных и институциональных инвесторов, в том числе и путем предоставления им налоговых льгот. Согласно Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2030 г., важнейшим условием развития российского финансового сектора на заявленный период является опережающее (по сравнению с банковским сегментом) развитие финансовых рынков, в первую очередь – небанковских финансовых организаций (в том числе пенсионных фондов).

Ю.А. Данилов, О.В. Буклемишев и А.Е. Абрамов также отмечают необходимость развития отечественного небанковского финансового сектора, которое может способствовать формированию долгосрочных инвестиционных ресурсов [79]. Повышение вклада финансового сектора в инвестиционный процесс в экономике при нормализации финансовой структуры в совокупности может оказать оптимизирующее воздействие как на реальный сектор, так и на сам финансовый сектор.

Таким образом, российский рынок как развивающийся выполняет

распределительную функцию, способствующую эффективному перемещению капиталов между инвесторами и эмитентами. Однако отечественный рынок ценных бумаг выполняет названную функцию не в полной мере, и его развитие и повышение ёмкости – одна из приоритетных задач государства для достижения цели экономического роста.

1.2. Основная терминология в области влияния налоговых льгот на инвестиции и их эффективность

Перспектива низкого или недостаточного экономического роста, с которой столкнулось большинство стран, неизбежно затрагивает стимулирование развития национальных рынков ценных бумаг. Для достижения данной цели в мировой практике практикуются меры различного характера. Так, могут быть предприняты меры общего характера, направленные на стимулирование рынка в целом или отдельных его составляющих. Сюда мы можем отнести совершенствование законодательства и мораторий на его изменение, сокращение доли государства в экономике, повышение защиты прав и интересов инвесторов, формирование инфраструктуры рынка и иные. Существуют также меры, направленные непосредственно на эмитента или инвестора. Если мы говорим об эмитенте, то в плане поддержки размещений акций речь может идти о компенсации затрат, например, по организации IPO. Если же государство заинтересовано в расширении облигационного рынка, то возможно субсидирование купонных выплат, имеющее, как правило, отраслевой характер. При этом единого и универсального набора мер и инструментов по стимулированию рынка ценных бумаге не существует.

Меры по поддержке инвестора более распространены и популярны и, как правило, сводятся к налоговой политике в отношении инвестиций частных инвесторов. Речь в данном случае в первую очередь идет о маневрировании

налоговыми ставками и налоговыми льготами. Налоговое стимулирование является инструментом косвенного вмешательства в экономику и не предполагает прямых расходов бюджета, что и выступает одним из его основных преимуществ с позиции государства. Необходимость перехода к активной налоговой политике и маневрирования налоговыми льготами для стимулирования инвестиций отмечают многие авторы, в том числе П.В. Бочков, М.Ф. Власова и Н.Р. Степанова [61], К.И. Калинин [87], А. Мусаев и З. Кулиев [112], М.А. Троянская [147].

Итак, налоговые льготы являются общепринятым инструментом налоговой политики. Под налоговой льготой обычно понимается преимущество, предоставляемое государством либо органом регионального (местного) самоуправления определённой категории налогоплательщиков по сравнению с другими налогоплательщиками с целью снижения налогового бремени. В практическом плане налоговая льгота дает налогоплательщику возможность не уплачивать налог, уплачивать его в меньшем размере или же произвести возврат налога. Подобная трактовка совпадает со ст. 56 НК РФ, прямо указывающей на возможность не уплачивать налог, уплачивать его в меньшем размере [173]. В самом понятии налоговой льготы терминологических проблем на первый взгляд не возникает.

Однако в настоящей работе в дальнейшем анализируются инвестиционные налоговые вычеты, произведенные с использованием индивидуальных инвестиционных счетов (ИИС). Дискуссионным является вопрос относительно квалификации налогового вычета в качестве налоговой льготы. Отметим, что в НК РФ по ряду налогов нет указания на то, относится ли та или иная норма к налоговой льготе, на что обращают внимание некоторые авторы, в том числе Р.И. Гереев [66], Э.И. Жаруллина [82], Т.А. Логинова и Т.И. Семкина [101], И.А. Лисовская и Н.А. Коломенская [99], К.К. Черуль и О.И. Тишутина [157], Р.К. Шакирова [159].

Прямое определение налогового вычета в НК РФ отсутствует, и мы

можем руководствоваться экономическим смыслом самого вычета. Поскольку налоговый вычет подразумевает право налогоплательщика на получение суммы денежных средств, уплаченных ранее, а также освобождение от уплаты налога при определенных условиях, то данный вид вычета по своей экономической сути возможно отнести к налоговым льготам. Соответственно, налоговая льгота трактуется нами в широком понимании, и инвестиционные налоговые вычеты являются разновидностью налоговых льгот. Большинство авторов, в частности И.А. Майбуров и А.М. Соколовская [143, с. 133], придерживаются мнения об отнесении налоговых вычетов к налоговым льготам, и мы в дальнейшем будем придерживаться этой логики.

Налоговая льгота представляет собой один из элементов налоговой политики для решения различных социальных и экономических задач. В отношении функций налогов и налоговых льгот в литературе нет единства мнений. Традиционно выделяют фискальную, регулирующую, распределительную (социальную) и стимулирующую функции налогов. Некоторые авторы относят данные функции к функциям налогообложения; их же называют функциями налоговой системы [143, с. 167]. Ряд экономистов, в частности З.С. Якупов [167], А.С. Адвокатова [5], анализируют контрольную функцию налогов; другие авторы называют ее наиболее спорной [143, с. 173]. В литературе встречаются и отдельные оригинальные точки зрения по данному вопросу. Так, Т.Ф. Юткина считает, что налоги не выполняют никаких функций [164, с. 85]. По нашему мнению, основной функцией налогов является фискальная, которая состоит в обеспечении наполнения государственной казны. При этом прочие функции тесно взаимосвязаны с ней, однако имеют второстепенное значение.

Что же касается налоговых льгот, то по своему содержанию налоговые льготы делятся на социальные, финансовые и стимулирующие [180]. И.А. Майбуров и А.М. Соколовская [143, с. 133] делят налоговые льготы по цели введения на льготы экономического характера (по сути они же –

социальные), социального и общего. В плане позитивных возможностей налоговых льгот следует отметить, что они могут быть инструментом преодоления неких экономических деформаций, нейтрализации негативных социальных эффектов, проведения определенной экономической политики, включая поддержку стратегически важных видов деятельности. При этом налоговые льготы являются одним из наиболее противоречивых инструментов налоговой политики, могут быть как обоснованными и целесообразными, так и нести в себе негативные последствия [143]. Среди последних экономисты отмечают искажения в распределении ресурсов, усложнение налогового законодательства, рост административных расходов, несправедливость в налогообложении и иные [143, с. 187].

Также дискуссионным является вопрос относительно того, какую функцию налоговых льгот следует ставить на первое место при оценке эффективности налоговых льгот? Если говорить о налоговых льготах в общем, то среди их функций доминируют социальная и стимулирующая. Автор настоящего исследования в дальнейшем будет делать акцент на стимулирующей функции налоговых льгот. Обоснованием данной позиции является ориентация на теорию экономики предложения (ТЭП), анализируемую в контексте налогообложения в п. 2.1.

В настоящей работе мы трактуем понятие «налоговые расходы» как упущенные налоговые доходы бюджетной системы в связи с применением различных отклонений от нормальной (нормативной) структуры налогов, обеспечивающие преимущества определенным группам налогоплательщиков [104]. Следует отметить, что сам термин «налоговые расходы» был введен американским экономистом С. Сюрреем в 1960-х гг. и в настоящее время широко популяризован. Согласно С. Сюррею, отступления от нормативной структуры налогов представляют собой государственные расходы на льготлируемые виды деятельности или группы налогоплательщиков, осуществляемые через налоговую систему, а не через прямые расходы [302].

При этом упущенные налоговые доходы возможно оценить как сумму налоговых доходов, недополученных бюджетом в результате введения налоговой льготы [104].

Также мы принимаем во внимание признаки налоговых расходов согласно Т. Малининой:

- они прямо способствуют сокращению доходов бюджета;
- возникают благодаря льготам и освобождениям относительно базовой структуры налогов;
- обеспечивают реализацию государственной социально-экономической политики;
- выступают альтернативой прямым государственным расходам [106].

В дальнейшем концепция налоговых расходов была дополнена преимущественно работами И.А. Майбурова [102–104]. Исследованиями подобного плана также занимались Т.А. Вершило и Н.Л. Шарандина [63], В.А. Яговкина [165] и другие авторы.

Соответственно, налоговые льготы для частных инвесторов на рынке ценных бумаг являются в явном виде налоговыми расходами государства. Налоговые расходы применительно к разным налоговым льготам для частных инвесторов возможно как заимствовать из официальной отчетности налогового органа, так и рассчитать, имея данные о суммах активов инвесторов, их структуре и доходности.

В чем же состоит дискуссионность налоговых расходов? Главным образом – в определении критериев для отнесения налоговых льгот к налоговым расходам. Налоговые льготы по сути представляют собой выпадающие доходы бюджетной системы. В настоящей работе анализируются налоговые льготы для индивидуальных инвесторов в рамках ИИС и налоговые льготы для институциональных инвесторов на примере негосударственных пенсионных фондов (НПФ). В перечне налоговых расходов, опубликованном на сайте Минфина России [451], инвестиционные налоговые вычеты для

физических лиц включены в состав налоговых расходов, а налоговые льготы для НПФ по налогу на прибыль – нет. При этом если по инвестиционным налоговым вычетам существует некоторая спорность в плане понимания вычета как налоговой льготы, то налоговая льгота по налогу на прибыль для НПФ в явном виде подразумевает уплату налога в меньшем размере.

В связи с этим возникает вопрос о критериях отбора налоговых льгот, преференций и иных смягчений налогового режима для включения их в реестр налоговых расходов. Данные вопросы обсуждаются в статьях М.Р. Пинской, Н.С. Милоголова и А. Иванова [123], Т.А. Логиновой и Т.И. Семкиной [101]. Отметим необходимость разработки методологических подходов к инвентаризации налогового законодательства с целью выявления критериев налоговых льгот и подготовки методической базы для оценки выпадающих доходов бюджетов путем составления реестра налоговых расходов на основе принципов бюджетной классификации.

Поскольку настоящая работа посвящена оценке налоговых льгот, мы неизбежно должны отметить дискуссионность термина «эффективность». Неоднозначность терминологической трактовки эффективности отмечается рядом авторов, в том числе Е.И. Андреевой, И.Д. Горшковой и А.С. Ковалёвской [9], М.П. Афанасьевым и Н.Н. Шаш [11], Р.С. Афанасьевым и Н.В. Головановой [12], А.Б. Коганом [91, 93], в том числе в соавторстве с А.В. Новиковым [92], М.Е. Косовым [95], Л.И. Сергеевым [136], А.В. Сигаревым [137], С. Стрем и Е. Леонтьевой [139]. Д.А. Татаркин, Е.Н. Сидорова и А.В. Трынов [141] анализируют методические основы оценки мультипликативных эффектов от реализации общественно значимых инвестиционных проектов.

В российской экономической школе принята трактовка эффективности как отношения эффектов к затратам на их получение. Эффективность тесно связана с экономической рациональностью. Рациональность требует анализа и непременно – сравнения полученных результатов для выбора наилучшего из

них. Таким образом, эффективность всегда предполагает сравнение вариантов действий, приводящих к одному и тому же результату. Если два варианта действий приводят к разным результатам, их сравнение по затратам, т. е. по эффективности, не имеет смысла. Если результаты и затраты измеряются в денежных единицах, то говорят об экономической эффективности, если в каких-то других – возникают понятия социальной, экологической и других разновидностей эффективности.

Однако понятие эффективности часто смешивается с термином «результативность». Отметим, что в англоязычной литературе существуют термины «Effectiveness» как результативность и «Efficiency» – эффективность, которые в переводных значениях также часто смешиваются. Результативность следует понимать как показатель достижения целей, связь действий и результата конкретного варианта. Аналогичной точки зрения в плане соотношения результативности и эффективности придерживаются О.И. Тишутина и А.В. Михайлов [144].

Таким образом, эффективность понимается как взаимодействие некоторых вариантов действий, каждое из которых приводит к одному и тому же результату, но с разными издержками. По мнению А.Б. Когана, эффективными являются такие инвестиции, у которых отношение выгод от них ко вложениям обеспечивает определенную доходность [92, с. 13]. Когда речь идет об эффективности инвестиций, необходимо усовершенствовать эту категорию [93, с. 29].

Мы разделяем точку зрения В.Л. Тамбовцева и И.А. Рождественской [140] относительно эволюционного понимания эффективности в государственном секторе экономики, обобщенно состоящую в следующем:

– понятие эффективности применимо только к сравнению вариантов, позволяющих достичь одной и той же цели разными способами;

– если цели, достигаемые вариантами, различаются между собой, сравнивать такие варианты по эффективности не имеет смысла;

- в РФ эффективность отождествляется с результативностью;
- в развитых странах преобладает экономическое понимание эффективности;
- при реализации в РФ реформы госсектора оценка эффективности стала осуществляться с помощью таких систем показателей, которые делают оценку именно эффективности практически невозможной.

В настоящей работе мы рассматриваем эффективность в специфическом понимании – в отношении произведенных государством налоговых расходов. Поэтому обратимся напрямую к терминологическому аппарату государства.

В 2019 г. была утверждена Концепция повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 гг. (распоряжение Правительства Российской Федерации от 31 января 2019 г. № 117-р), содержащая перечень мер по разработке новых и модернизации существующих инструментов и механизмов повышения эффективности бюджетных расходов, устранения неэффективного и нецелевого расходования бюджетных средств. По сути своей данный документ призван повысить эффективность управления денежными средствами, находящимися в распоряжении государства.

Согласно названной Концепции, на законодательном уровне закреплена обязанность учета и оценки налоговых расходов, обусловленных предоставлением налоговых льгот [179]. Кроме того, в документе есть специальный раздел «Формирование системы управления налоговыми расходами», в котором прямо отмечено, что налоговые льготы и преференции являются по своей сути налоговыми расходами.

Концепция повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 гг. предусматривает необходимость внедрения системы управления налоговыми расходами и ее интеграции в бюджетный процесс. Также подчеркнуто, что в настоящее время отсутствует комплексная система учета и оценки объемов налоговых расходов. Поэтому оценка общего объема государственной поддержки отдельных категорий граждан, предприятий,

секторов экономики по сути невозможна. В РФ не сформирована система оценки эффективности налоговых расходов, включая методологию, методики, регулярность проведения. При этом на практике распространено установление налоговых льгот без ограничения сроков их действия и регулярного подтверждения обоснованности и целесообразности [179].

В качестве мер по формированию комплексной системы управления налоговыми расходами в Концепции повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 гг. заявлены следующие:

- закрепление термина «налоговые расходы», а также необходимости их оценки;
- формирование единых универсальных методологических подходов к оценке эффективности налоговых расходов;
- установление общих принципов и обязательных критериев оценки налоговых расходов, включая востребованность льготы и ее соответствие целям государственных программ или иным целям социально-экономической политики, а также ее бюджетную эффективность;
- обязательность формирования вывода относительно эффективности и целесообразности по каждому налоговому расходу;
- принятие решений о последующем предоставлении либо отмене анализируемых налоговых расходов.

Таким образом, Концепция повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 гг. в явном виде определяет необходимость оценки эффективности широкого круга налоговых расходов, к числу которых могут быть отнесены и налоговые расходы по предоставлению налоговых льгот частным инвесторам на рынке ценных бумаг.

«Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» предусматривают стимулирование инвестиционной активности налогоплательщиков. Так, в частности, в данном документе упомянут

Федеральный закон № 69-ФЗ от 01.04.2020 «О защите и поощрении капиталовложений и развитии инвестиционной деятельности», предусматривающий предоставление инвесторам по налогу на прибыль организаций и имущественным налогам «базовой» налоговой стабилизации, а также стимулирующих льгот по налогу на прибыль организаций, деофшоризации и амнистии капитала, совершенствование налогообложения зарубежных геологоразведочных проектов, повышение привлекательности развития бизнеса на отдельных территориях [176]. В рамках развития национальных проектов в сфере экономики должны быть организованы программы повышения доступности кредитных ресурсов на инвестиционные цели путем частичного субсидирования процентных платежей по ним. Подробнее финансовые инструменты реализации национальных проектов исследованы в работе М.А. Абрамовой и соавторов [4].

«Основные направления ...» как раз и предусматривают оценку эффективности налоговых расходов. Так, в частности, запланировано создание «единой системы учета, контроля и оценки налоговых расходов на всех уровнях бюджетной системы», в государственных программах должны быть отражены соответствующие налоговые расходы [169]. При этом акцент сделан на формирование методологии оценки эффективности налоговых расходов на федеральном уровне и обеспечение проведения соответствующей оценки.

Подходы к оценке эффективности налоговых расходов публично-правовых образований на всех уровнях бюджетной системы исходя из «Основных направлений ...» включают в себя как оценку целесообразности налоговых расходов, так и оценку их результативности, в том числе бюджетную эффективность и самоокупаемость. Оценка эффективности налоговых расходов нацелена на пересмотр льгот, не соответствующих целям государственных программ, имеющих слабую востребованность, несущественный вклад в достижение целевых показателей государственных программ. Также могут быть пересмотрены налоговые расходы, по которым

существует менее затратный способ достижения целевых показателей государственных программ; имеющие отрицательный бюджетный эффект (отсутствие самоокупаемости на прогнозном горизонте).

Согласно Методике оценки эффективности налоговых льгот (налоговых расходов) субъектов Российской Федерации и муниципальных образований, оценка эффективности налоговых льгот (налоговых расходов) осуществляется в два этапа:

1-й этап – оценка целесообразности осуществления налоговых льгот (налоговых расходов);

2-й этап – оценка результативности налоговых льгот (налоговых расходов) [180].

Критериями целесообразности осуществления налоговых льгот (налоговых расходов) являются:

- соответствие налоговых расходов целям и задачам государственных (муниципальных) программ;
- соразмерные (низкие) издержки администрирования;
- востребованность льготы (расхода), освобождения или иной преференции;
- отсутствие значимых отрицательных внешних эффектов.

Оценка результативности вышеназванной Методики производится на основании влияния налоговой льготы (налогового расхода) на результаты реализации соответствующей государственной (муниципальной) программы либо достижение целей государственной политики. В качестве критерия результативности определяется не менее одного показателя (индикатора), на значение которого оказывает влияние рассматриваемая налоговая льгота (налоговый расход), непосредственным образом связанная с показателями конечного результата реализации государственной (муниципальной) программы. Оценке подлежит вклад соответствующего налогового расхода в изменение значения соответствующего показателя (индикатора) как разница

между значением показателя с учётом наличия налоговой льготы (налогового расхода) и без ее учета.

Таким образом, в отечественных нормативных документах результативность рассматривается параллельно с целесообразностью в составе эффективности оценки налоговых льгот. При этом базовым термином в отношении оценки налоговых расходов выступает «эффективность».

Если говорить об экономических исследованиях оценки налоговых льгот, то российскими авторами повсеместно используется термин «эффективность», независимо от того, сравниваются ли при анализе разные варианты действий или нет. Д.А. Артеменко и Т.В. Конц [10], М.А. Троянская употребляют оба термина: и «эффективность», и «результативность» [146]. К.А. Баннова и М.В. Князева [21], Л.И. Гончаренко Н.П. Мельникова [67], Д.А.О. Мамедов [107] и ряд других авторов оперируют в отношении налоговых льгот термином «эффективность». В диссертациях, защищенных по пограничной тематике в последние годы, авторов Р.И. Гереева [66], Э.И. Жаруллиной [82] также употребляется именно термин «эффективность» в отношении оценки налоговых льгот.

Учитывая вероятность использования результатов диссертационного исследования на государственном уровне при оценке налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, их сравнения с прочими налоговыми расходами и необходимость корректировки, мы приходим к выводу о целесообразности использования в отношении оценки налоговых расходов именно термина «эффективность». В пользу употребления данного термина в дальнейшем говорит и тот факт, что применение авторской методики оценки налоговых льгот для частных инвесторов будет проводиться в различных вариантах: для двух групп инвесторов (индивидуальных и институциональных), по разным видам налогов (НДФЛ и налогу на прибыль организаций), по двум группам финансовых инструментов (акциям и корпоративным облигациям) и по разным стандартам финансовой отчетности

(РСБУ и МСФО).

1.3. Проблема оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Российский фондовый рынок на текущий момент достаточно быстро трансформируется, повышенное внимание при этом уделяется интересам массового индивидуального инвестора, простоте его доступа на рынок и стимулирующим мерам налогового характера. В мировой практике предоставление налоговых льгот на рынке ценных бумаг достаточно широко распространено, налоговые льготы для частных инвесторов являются общепринятым инструментом привлечения инвесторов на фондовый рынок в целом и в отдельные его сегменты или отрасли в частности. Так, например, Я.М. Миркин говорит о необходимости стимулирования роста накопления на основе диверсифицированной системы налоговых льгот, в том числе по вложениям в инновации и приоритетные отрасли экономики, длинные инвестиции в акции на фондовом рынке [111, с. 448]. На целесообразность введения налоговых льгот на рынке ценных бумаг с целью привлечения инвесторов указывают и другие авторы, в том числе В.З. Баликоев [17, с. 297].

В части предоставления налоговых льгот на рынке ценных бумаг значение имеет именно рынок капитала как более долгосрочный сегмент. Мотивация государства в данном контексте такова: если налоговая льгота предоставляется, значит капитал не должен быть краткосрочным и откровенно спекулятивным.

Оценка налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг может быть произведена с трех позиций: самого частного инвестора, эмитента и государства. Для инвестора предоставление ему налоговой льготы выгодно и повышает доходность инвестиций. Однако при этом могут возникать

различные нюансы: льгота может предоставляться при соблюдении определенных условий, например покупки ценных бумаг конкретного сектора, замораживания денежных средств на определенный срок и иных. Также получение льготы для частного инвестора возможно не сразу, а по истечении определенного периода времени, при условии ее декларирования и т. д. Тем не менее повышение доходности инвестора при предоставлении ему налоговых льгот никем из отечественных экономистов не оспаривается. Однако существует теория авторства М. Миллера [275], согласно которой налоговые льготы уже заложены в цене самой ценной бумаги. Данная теория протестирована на примере корпоративных и муниципальных облигаций США, имеющих наиболее сложное налогообложение. Буквально суть гипотезы М. Миллера состоит в следующем: поскольку доходность по облагаемым налогом облигациям выше, чем по облигациям, не облагаемым налогом, налоговая скидка уже заложена в цене. М. Миллер умалчивает о качестве облигаций, однако мы понимаем, что речь идет об облигациях, сравнимых с анализируемыми облигациями по кредитному качеству (инвестиционному рейтингу). Впоследствии данная гипотеза стала популярной и была поддержана Ю. Фамой и К. Френчем (1998 г.) [233, с. 820], Ш. Лиу, Дж. Ши, Дж. Вонг и Ч. Ву (2007 г.) [273, с. 599], А. Ангом, В. Бхансали и Ю. Зингом (2010 г.) – для муниципальных облигаций [191, с. 28], А. Калотаем и С. Ховардом (2014 г.) [259, с. 95] и другими экономистами. Так, Ш. Лиу, Дж. Ши, Дж. Вонг и Ч. Ву (2007 г.) предложили модель ценообразования, которая учитывает стохастическую вероятность дефолта и дифференцированные налоговые режимы для дисконтных и премиальных облигаций. Результаты их исследования показывают, что налоги объясняют значительную часть спредов корпоративных облигаций. А. Калотай и С. Ховард [259] количественно определили стоимость налогового опциона⁵, встроенного в муниципальные облигации. На примере акций гипотезу М. Миллера протестировать достаточно

⁵ Под налоговым опционом в данном случае понимается доступная для инвестора возможность управления налогами, связанными с владением облигацией [259, с. 95].

сложно, такие исследования отсутствуют. Мы можем констатировать, что низкие налоговые ставки и налоговые льготы потенциально приносят частным инвесторам более высокую доходность. Однако также понятна взаимосвязь низких налоговых ставок и налоговых льгот для инвесторов с ценой ценных бумаг, на которые данные налоговые преференции распространяются. Выравнивание доходностей по облигациям, попадающим под предоставление налоговых льгот и не имеющим таковых, может быть сделано самим рынком.

Также интересным является вопрос относительно предмета налоговых льгот для частных инвесторов. Ведь льготироваться может как сумма денежных средств, внесенных на брокерский счет, так и доход по ценным бумагам. Если говорить о доходе, то и здесь возможны варианты: им может выступать и прибыль от перепродажи, и дисконт, и регулярные процентные платежи по ценным бумагам (дивиденды и купонные платежи). При этом возникают ситуации, когда налоговая льгота предоставляется, например, по процентным платежам, а по доходу от разницы цен – нет, и наоборот. Таким образом, порядок предоставления налоговых льгот инвесторам часто является запутанным и требует значительного внимания. Кроме того, по ряду налоговых льгот для частных инвесторов может иметь место наложение льготы на льготу, что затрудняет отслеживание налоговых расходов. В работах автора анализируется как налогообложение дивидендов [22, 23, 26, 29], так и дохода по облигациям [34, 42, 202].

Позиция эмитента в случае предоставления налоговых льгот частным инвесторам проста. Если эмитируемые им ценные бумаги входят в состав ценных бумаг для получения налоговой льготы и обращаются на бирже, то вероятность их популярности среди инвесторов растет. В случае наличия налоговых льгот для покупки акций вероятны рост их цены и капитализации эмитента, успешное проведение IPO. При выпуске облигаций, входящих в перечень льготированных ценных бумаг, доходность по ним может быть ниже аналогичных инструментов на рынке ценных бумаг, и, соответственно, эмитент

получит более дешевые финансовые ресурсы. При этом при значительных налоговых льготах для частных инвесторов и их популярности эмитенты могут привлечь на рынке значительные финансовые ресурсы. Безусловно, эмитенты не получают прямой выгоды от предоставления налоговых льгот на рынке ценных бумаг частным инвесторам, однако же могут получать эффекты в виде увеличения долгового и долевого капитала, роста капитализации, снижения процентных ставок по облигационным займам. Также необходимо отметить, что к эмитенту могут предъявляться конкретные требования для отнесения его ценных бумаг к числу льготированных. Это могут быть требования о принадлежности к определенной отрасли или производству работ (оказание услуг) определенной направленности, выполнение государственных заказов по конкретным направлениям, а также требования о соответствии его капитализации, размера активов, выручки, количества ценных бумаг в свободном обращении (*free float*) неким пороговым значениям. Требования к эмитентам, как правило, обусловлены решениями о поддержке определенных отраслей или видов деятельности, а дополнительные требования финансового плана должны в некотором роде подтверждать финансовую состоятельность самих компаний и потенциальную обращаемость их ценных бумаг.

В отдельных случаях эмитентам и самим предоставляются специальные неналоговые льготы по обслуживанию облигационных займов с целью удешевления кредитных ресурсов. В этом случае эмитент должен также удовлетворять специальным критериям, традиционно – отраслевой принадлежности. Распространенным примером подобных спонсируемых государством по купону ценных бумаг на российском рынке выступают так называемые зеленые облигации, выпускаемые в рамках федерального проекта «Внедрение наилучших доступных технологий» национального проекта «Экология», и облигации субъектов малого и среднего предпринимательства в рамках национального проекта «Малое и среднее предпринимательство» [401]. Субсидирование купонных платежей по названным инструментам было

введено сравнительно недавно, в 2019 г., в соответствии с Постановлениями Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. № 532 и 541 [182, 183], и развито пока очень ограниченно. Субсидирование купонных выплат по корпоративным облигациям производится в размере до 70 % ключевой ставки Банка России. По данным Банка России [401], в рамках поддержки субъектов малого и среднего предпринимательства в 2019 г. субсидированы купонные платежи семи эмитентов на сумму 28,563 млн руб., в 2020 г. – 18 эмитентов на сумму 124,2 млн руб. Данными о субсидировании купонных платежей по зеленым облигациям мы не располагаем.

Расходы государства по субсидированию купонных платежей по своей сути аналогичны предоставлению налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг. Эффективность субсидирования купонных платежей как в иностранной литературе, так и в российской не исследована. Ситуация предоставления частным инвесторам налоговых льгот для покупки облигаций при одновременном субсидировании купонных платежей корпораций абсурдна. В случае, когда у государства есть выбор, кого поддержать финансово – эмитента по купонным платежам или инвестора по налоговым льготам для покупки ценных бумаг эмитента, и необходим расчет эффективности налоговых льгот. При этом субсидирование купонных платежей, в отличие от налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, является абсолютно адресным в отношении эмитента.

Если мы говорим о позиции государства, то на первый взгляд государство несет налоговые расходы по предоставлению налоговой льготы и имеет не совсем понятные результаты, исследованию которых и посвящена настоящая работа. Экономический эффект государства при предоставлении налоговых льгот частным инвесторам мы можем отследить через результативные показатели эмитентов, чьи ценные бумаги приобрели инвесторы. Однако частные инвесторы, приобретающие ценные бумаги с учётом налоговых льгот, вкладывают денежные средства в различные ценные бумаги (акции, облигации,

инвестиционные паи и иные) широкого круга эмитентов, как правило – на бирже. Таким образом, капитал инвесторов рассеивается по разным ценным бумагам и отдельным эмитентам, что и создает проблему отслеживания эффективности налоговых льгот. Корпорации, чьи ценные бумаги приобретают инвесторы, относятся к различным отраслям, имеют разный масштаб и рентабельность. И мы не можем привести некий усредненный «портрет» эмитента ценной бумаги.

Также отметим, что некоторые инвесторы являются консервативными, приобретают ценные бумаги и держат их длительный период времени, в том числе до погашения облигаций. Другие инвесторы откровенно спекулятивны: играют на повышение и понижение, используют заемные средства. Третьи, не являясь спекулятивными, регулярно покупают и продают ценные бумаги, проводят ребалансировки своих портфелей. Реализация всех названных стратегий индивидуальными инвесторами с использованием налоговых льгот на российском рынке ценных бумаг возможна. Разнообразное поведение инвесторов осложняет отслеживание эмитентов, чьи ценные бумаги приобретают инвесторы, и делает его на первый взгляд невозможным. И действительно, невозможно отследить все сделки огромного числа инвесторов, особенно индивидуальных, с большим числом ценных бумаг. Однако вполне возможно определить состав и структуру некоего усредненного портфеля частного инвестора, как индивидуального, так и институционального. При вложениях частных инвесторов в инвестиционные паи ПИФов сделать это затруднительно. Паи пользуются популярностью в первую очередь за счет широкой диверсификации вложений ПИФов. Инвестор, приобретая пай, становится владельцем доли в ПИФе, обычно фонде рыночных финансовых инструментов, в состав которого могут входить как акции и облигации, так и паи других ПИФов. В результате инвестор является фактическим собственником ценной бумаги через владение паем. Отслеживание вложений инвесторов в инвестиционные паи ПИФов с точки зрения мониторинга

финансовых показателей эмитентов ценных бумаг имеет наибольшую сложность.

Таким образом, мы пришли к промежуточному выводу о том, что налоговые льготы с большой вероятностью привлекают инвесторов на рынок, однако это рынок биржевой, и капитал инвесторов широко распределен. Налоговые льготы для частных инвесторов также весьма интересны эмитентам ценных бумаг в плане увеличения капитала и его удешевления. Для оценки эффективности налоговых льгот, предоставляемых частным инвесторам на рынке ценных бумаг, с позиции государства не существует методологии и методик. Данное утверждение касается как зарубежной, так и российской научной литературы.

Дискуссионными вопросами в дальнейшем являются следующие:

– Какие ценные бумаги в большей степени интересуют инвесторов с учётом предоставления им налоговых льгот? Акции или облигации?

– Каково значение биржевого рынка при предоставлении налоговых льгот частным инвесторам?

– Каково значение обращения ценных бумаг инновационных компаний на биржевых рынках и предоставления частным инвесторам налоговых льгот для приобретения данных ценных бумаг?

Долгое время считалось, что акции преобладают в портфелях частных инвесторов в силу больших возможностей для прироста цен, а облигации традиционно занимали подчиненное положение⁶. Общее традиционное понимание инвесторами инвестиций в акции и облигации можно сформулировать следующим образом: акции – инструмент для зарабатывания денег, а облигации – для сохранения капитала. Если говорить про исследования рынка ценных бумаг инновационных компаний, то они также касаются преимущественно рынка акций, что соответствует традиционной теории

⁶ Корпоративные облигации были популяризованы только в 80-х гг. XX века американским финансистом Майклом Милкеном. До этого времени облигации в принципе не интересовали биржевых инвесторов; преимущество облигаций перед кредитом с позиции эмитента не было признано на рынке.

инвестирования и преобладанию акций в портфелях долгосрочных инвесторов. Однако в настоящее время значение облигаций в инвестировании постепенно меняется; появились исследования относительно доминирования облигаций либо их равенства акциям в долгосрочном плане. П. Шен [294, с. 27] констатирует, что акции безопаснее облигаций (однако в сравнении с государственными облигациями) при сроке инвестирования свыше 25 лет. Данный срок представляется нереальным для большинства инвесторов. А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин и М.И. Чернова доказывают преимущества облигационных портфелей над портфелями акций для долгосрочных инвесторов и разумность сохранения значительной доли облигаций качественных эмитентов [1, с. 44]. В.В. Чечин и А.В. Новиков [158] анализируют инвестиционные предпочтения частных инвесторов на фондовом рынке и обосновывают теоретико-методические положения по принятию ими инвестиционных решений. Следует отметить, что на российском рынке ценных бумаг сегмент корпоративных облигаций растет масштабнее рынка акций, а Банк России некоторое время назад объявлял стратегию бондизации⁷. В дальнейшем мы рассмотрим преобладание того или иного инструмента в портфелях частных инвесторов, сформированных с учётом налоговых льгот на рынке ценных бумаг. Таким образом, вопрос о преобладании акций или облигаций в портфелях частных инвесторов, сформированных с учётом предоставления им налоговых льгот, не является однозначным, зависит как от развития рынка, статуса инвестора, так и особенностей самой льготы и требует эмпирических данных.

Наличие развитого биржевого рынка ускоряет и упрощает принятие инвестиционных решений частными инвесторами, что, в свою очередь, облегчает доступ эмитентов к инвестиционным ресурсам. Публичность эмитента и биржевое обращение его ценных бумаг дают инвестору некоторую гарантию соблюдения его интересов. Развитый биржевой рынок при

⁷ Под бондизацией Банк России понимает развитие рынка облигаций, в первую очередь – корпоративных. Термин «бондизация» образован от английского слова bond (облигация).

предоставлении налоговых льгот частным инвесторам позволяет упростить и облегчить для инвестора приобретение ценных бумаг, для эмитента – их предложение, а для экономики в целом – рост и развитие. В рамках проводимого исследования широкое распространение налоговых льгот для частных инвесторов на биржевом рынке усложняет задачу отслеживания их инвестиций.

При предоставлении налоговых льгот частным инвесторам часто льготируются не все ценные бумаги определенного вида, а только удовлетворяющие определенным критериям. В данном случае информацию о льготируемых ценных бумагах можно найти на биржевых сайтах. В качестве примера мы можем привести сайт Московской биржи и «Список облигаций российских организаций, процентный доход по которым облагается по ставке налога на прибыль организаций 15 %» [455].

К выводу о необходимости наличия налоговых льгот для инвесторов сектора инновационных компаний приходят С.Н. Федотов [154, с. 54], Е.И. Бирюкова [55, с. 13], К.А. Абрамова и М.С. Садовникова [3, с. 12]. Мотивация в этом случае стандартна: таким образом государство облегчает привлечение капитала данными эмитентами. Следует отметить, что идея введения налоговых льгот для частных инвесторов по приобретению ими ценных бумаг инновационных компаний была уже опробована в РФ, однако неудачно. Мы имеем в виду льготу на долгосрочное владение ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики (ЛДВ-РИИ⁸). Подробнее данная льгота проанализирована в п. 3.2 в целях применимости в отношении нее авторской методики оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг. ЛДВ-РИИ слабо распространена ввиду недостатка ценных бумаг, удовлетворяющих необходимым критериям, в котировальных листах. Применение ЛДВ-РИИ возможно как для

⁸ Автор обозначил данную льготу такой аббревиатурой, поскольку по сути своей льгота является разновидностью льготы по долгосрочному владению ценными бумагами (ЛДВ) в сегменте «Рынок инноваций и инвестиций» Московской биржи. Аббревиатурой РИИ в дальнейшем обозначается «Рынок инноваций и инвестиций» Московской биржи.

индивидуальных инвесторов, так и для институциональных. Эффективность данной налоговой льготы в литературе не исследована.

Таким образом, инновационные компании традиционно интересуют инвесторов, многие мировые биржи имеют отдельные секции торгов ценными бумагами таких компаний, подобные сектору РИИ Московской биржи. Льготное налогообложение дохода по ценным бумагам инновационных эмитентов в целом понятно и разумно. Однако, с одной стороны, на финансовом рынке РФ мы наблюдаем попытку стимулирования частных инвесторов к приобретению акций и облигаций инновационных компаний в виде ЛДВ-РИИ, а с другой – намерения субсидирования купонного дохода по облигациям инновационных эмитентов. При этом вопрос об оценке эффективности обеих мер не решен.

Таким образом, мы пришли к выводу, что рынок ценных бумаг имеет чрезвычайно важное значение в процессе привлечения инвестиций и распределения капитала. Для развивающихся стран роль рынка ценных бумаг еще более глобальна, существенна и имеет ряд особенностей, отмеченных в п. 1.1. Мы можем констатировать, что проблема определения эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг состоит в сложности отслеживания инвестиций частных инвесторов, рассеянных по различным видам ценных бумаг и эмитентов. Вопрос о выборе инвесторов в пользу акций или облигаций, приобретаемых с учётом налоговых льгот, остается открытым. Следует отметить необходимость предоставления и исследования налоговых льгот для частных инвесторов с целью приобретения ими ценных бумаг приоритетных или инновационных отраслей экономики, а также анализа налоговых льгот для частных инвесторов по корпоративным облигациям в противовес субсидированию купонных платежей для эмитентов.

2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ВОПРОСЫ ОЦЕНКИ ВЛИЯНИЯ НАЛОГОВОЙ ПОЛИТИКИ НА ИНВЕСТИЦИИ

2.1. Зарубежные методологические подходы к оценке влияния налоговой политики на макроэкономические показатели в рамках моделей общего равновесия

Всплеск исследований относительно влияния налоговой политики на инвестиции корпораций начался с 1960-х гг. (времени активных налоговых реформ в США) и не прекращается по сей день. В последние годы данные вопросы также находятся в центре общественных дебатов [298]. Многие развитые страны в недавнее время практиковали различные меры стимулирования инвестиционной активности, например снижение налоговых ставок при одновременном сокращении налоговых льгот, маневрирование налоговыми ставками и льготами; эффект от данных действий требует оценки и дальнейшего развития.

В настоящее время как в развитых странах, так и в развивающихся наблюдается колоссальное разнообразие налоговых льгот и режимов, а также их постоянное реформирование. Зарубежные исследования подобного плана обширны, разнонаправлены, в некотором роде неоднородны и смешаны (mixed). Также следует отметить, что исследования о влиянии налоговой политики на инвестиции корпораций практически отсутствуют в РФ, однако являются значимыми и перспективными.

Основными вопросами, которыми задаются эксперты, являются следующие: Влияет ли налоговая политика на сбережения и инвестиции граждан? Влияет ли налоговая политика на капитал и инвестиции корпораций? Возможно ли найти некий оптимальный уровень налогообложения и построить модель общего равновесия?

В «Общей теории занятости, процента и денег» Дж.М. Кейнсом отмечено,

что налогообложение непосредственно влияет на уровень потребления и сбережений; причем при его увеличении снижаются как потребление, так и сбережения, и наоборот. Изменения в налоговой политике названы Дж.М. Кейнсом одним из важнейших факторов, влияющих на склонность индивидов к потреблению и далее – к инвестированию. Помимо налоговой политики, на склонность к потреблению влияют изменения следующих показателей: дохода, разницы между доходом и чистым доходом, ставки дисконта или соотношения настоящих благ и будущих, предполагаемого отношения между текущим и будущим уровнями дохода, а также непредвиденные изменения в ценности капитала, не принятые в расчет при исчислении чистого дохода [89, с. 93–97].

Дж.М. Кейнс выдвигает следующие основные постулаты в части формирования модели общего равновесия [264]:

- необходимо вмешательство государства в экономику;
- проблему расширенного воспроизводства следует решать с позиции спроса, обеспечивающего реализацию ресурсов;
- «эффективный спрос» выражает равновесие между потреблением и производством, доходом и занятостью;
- в вопросах инвестирования доминантное значение имеет норма прибыли, ожидаемая от произведенных инвестиций.

Дж.М. Кейнс, руководствуясь аргументами здравого смысла, сформулировал психологический закон, согласно которому по мере роста доходов отдельного индивида в их составе возрастает удельный вес сбережений. При этом он также предполагал активное вмешательство государства в процессы регулирования пропорций между потреблением и сбережением граждан.

Значительный интерес в работах Дж.М. Кейнса вызывает понятие мультипликатора инвестиций (k). Следует отметить, что впервые мультипликатор как таковой был предложен Р.Ф. Каном в статье «Отношение

внутренних инвестиций к безработице» в 1931 г. и определялся им как некое количественное отношение между приростом чистых инвестиций и вызываемым им приростом совокупной занятости [258]. Дж.М. Кейнс, в свою очередь, развил идею Р.Ф. Кана и модифицировал мультипликатор для оценки прироста инвестиций. Характеристика мультипликатора инвестиций такова: при приросте общей суммы инвестиций доход увеличивается на сумму, которая в k раз превосходит прирост инвестиций.

Мультипликатор Кейнса равен обратной величине предельной склонности к сбережению (MPS) или обратной величине разницы единицы и предельной склонности к потреблению (MPC).

Дж.М. Кейнс выступал с критикой спекулятивных сделок на бирже и даже высказывал идею сделать «инвестирование капитала, подобно браку, долгосрочным и нерасторжимым актом» [264, с. 154]. Идея более высокого налогообложения спекулятивных сделок в трудах Дж.М. Кейнса отсутствует, однако ее можно вывести из приведенной выше цитаты.

В отношении налогов Дж.М. Кейнс высказывался как о «встроенных стабилизаторах» экономики, которыми необходимо активно манипулировать [53, с. 26] и посредством которых необходимо изымать излишние сбережения.

Значительными недостатками теории Дж.М. Кейнса в современном контексте являются:

- тотальная ориентация на индивидуальных инвесторов, не соответствующая современной ситуации на финансовых рынках;
- довод о чрезмерной рациональности инвесторов в принятии решений относительно соотношения категорий «сбережения-инвестиции».

Также спорным является терминологический аппарат Дж.М. Кейнса. Так, например, сбережение равно инвестициям и представляет собой превышение дохода над потреблением [264, с. 64]. Таким образом, денежные средства граждан, хранящиеся «под подушкой», также автоматически относятся к сбережению и инвестициям.

Значительное внимание соотношению сбережений и потребления уделяла австрийская экономическая школа. Так, ее представитель М. Ротбард утверждал, что сбережения – источник будущего потребления, и высказывался в пользу налогообложения сбережений наравне с потреблением [132, с. 156]. При этом выбор индивидов в пользу будущего потребления М. Ротбард считал оптимальным.

Несомненным сторонником идеи Дж.М. Кейнса относительно влияния налогов на инвестиции выступил американский экономист А. Лаффер, автор так называемой «кривой Лаффера» и один из основоположников ТЭП. ТЭП начала формироваться в 1970-х гг. в США благодаря исследованиям экономистов М. Боскина, А. Лаффера, П. Робертса, М. Фелдштейна, М. Эванса, а также некоторых конгрессменов и сенаторов США [150]. В основе ТЭП лежит утверждение о том, что распределение и эффективное использование ресурсов имеют решающее значение для роста национального производства как в кратко-, так и в долгосрочном периодах [81]. В практическом плане ТЭП была реализована в экономической политике Р. Рейгана и М. Тэтчер.

ТЭП как экономическая теория сформирована на базе положений стандартной неоклассической теории, а именно:

- постоянства общественных и индивидуальных предпочтений;
 - рационального выбора индивида;
 - равновесных схем рыночного взаимодействия (спроса и предложения)
- [150, с. 179].

Представители неоклассической теории не приемлют государственное воздействие и регулирование экономики, направленное на изменение рыночной ситуации, например, формирование искусственного спроса. Однако теоретики ТЭП считают возможным проведение государственной политики по формированию институциональной среды [149].

Одно их основных концептуальных положений ТЭП – реформа системы налогообложения. При этом критерий оптимальности проводимой налоговой

политики государства – это максимизация государственных доходов в результате реформы системы налогообложения [150].

Впервые кривая Лаффера была описана в работе Дж. Ванниски «Налоги, налоговые поступления и кривая Лаффера» [308, с. 10] в 1978 г. При этом сам А. Лаффер отмечает, что кривая не была изобретена непосредственно им. В частности, подобный эффект в своей работе «Мукаддима» («Введение в историю») описывал мусульманский философ XIV века Ибн Халдун, а также Дж.М. Кейнс [264]. Однако А. Лаффер был первым, кто изобразил зависимость между ставками налога и налоговыми поступлениями в бюджет графически⁹.

Основные положения, составляющие основу кривой Лаффера (рисунок 2.1), состоят в следующем [269, с. 1]:

– снижение налоговых ставок меняет поведение налогоплательщиков и стимулирует экономический рост, что, в свою очередь, вызывает рост налоговых поступлений, превышающих статистические оценки. При определенных обстоятельствах налоговые послабления могут привести к росту налоговых поступлений. Обратная ситуация имеет место быть при увеличении налоговой нагрузки, когда налоговые поступления существенно снижаются;

– снижение налогов создает стимулы для роста занятости и производства, что способствует балансированию бюджета путем сокращения государственных расходов. Быстрорастущая экономика подразумевает снижение безработицы, рост доходов населения, сокращение пособий по безработице и других программ социального обеспечения.

Согласно А. Лафферу, налоговые ставки с нулевым процентом не приносят налоговых поступлений по очевидным причинам. Ставки в 100 % также не должны приносить дохода государству, так как разумный налогоплательщик в данном случае не будет прилагать усилий для получения дохода. Таким образом, между этими двумя показателями существует

⁹ А. Лаффер впервые начертил кривую Лаффера на салфетке во время званого ужина.

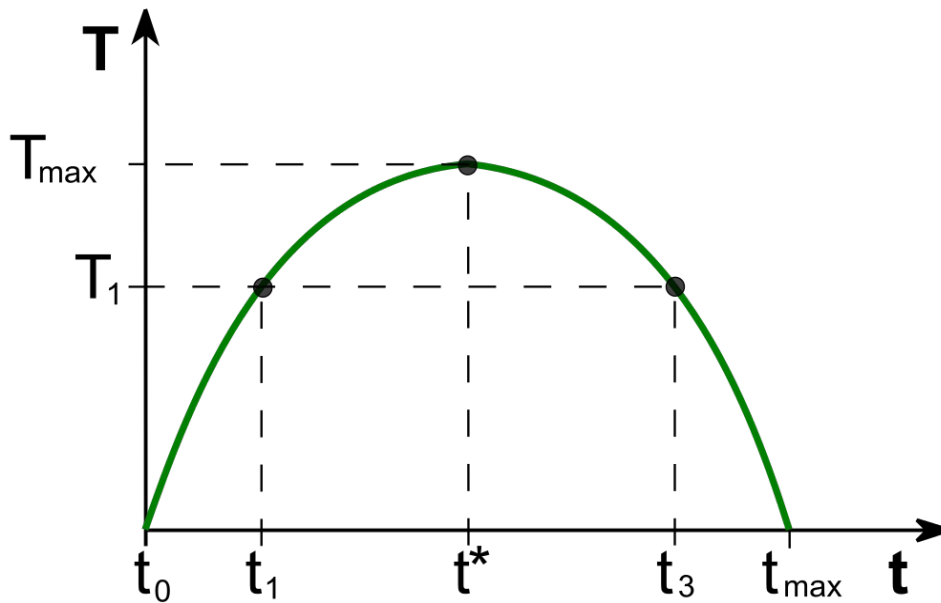


Рисунок 2.1 – Кривая Лаффера

T – доход госбюджета;

t – налоговая ставка;

t^* – ставка максимального дохода;

t_1 и t_3 – ставки с одинаковым доходом

Источник: заимствовано автором из открытых интернет-источников

некоторая ставка, которая максимизирует налоговые поступления. Следует отметить, что кривая Лаффера обрела значительную популярность благодаря своей простоте. Так, по мнению Х. Варриан [305], «конгрессмену возможно объяснить смысл кривой Лаффера за шесть минут, и он может говорить об этом в течение шести месяцев».

А. Лаффер отмечает разнонаправленные эффекты снижения налоговых ставок: арифметический и экономический [269, с. 2]. Первый подразумевает, что при снижении налоговых ставок налоговые поступления в бюджет с каждой единицы дохода также снижаются. Экономический эффект, в свою очередь, признает положительное влияние снижения налоговых ставок на производство и занятость, что непосредственно влияет на рост налоговой базы и налоговых

поступлений. При объединении арифметического и экономического эффектов последствия изменения налоговых поступлений не всегда очевидны. А. Лаффер также высказывает ремарки относительно размера снижения налоговых ставок, длительности их действия, а также региональных и межстрановых различий.

Впоследствии кривая Лаффера использовалась в основном в качестве одного из элементов более общих экономико-математических моделей. Среди подобных исследований следует отметить работы Дж. Бьюкенена и Д. Ли [211], Г. Мониссена [277]. В плане модификаций кривой Лаффера интересны статьи Е.В. Балацкого¹⁰ [13–15], предлагающего алгоритм поиска точек Лаффера¹¹ первого и второго рода и строящего не одну, а две кривых. При этом первая кривая отражает зависимость между налоговой нагрузкой и объемом ВВП страны, а вторая (непосредственно кривая Лаффера) – между налоговой нагрузкой и налоговыми поступлениями [14]. Фискальной точкой первого рода (q^*) называется значение налоговой нагрузки, при котором объем ВВП страны (Y) максимален, а фискальной точкой второго рода (q^{**}) – значение налоговой нагрузки, при которой налоговые поступления (T) максимальны. Желательным является расположение практического q в интервале между q^* и q^{**} .

Текущее отношение зарубежных экономистов к кривой Лаффера неоднозначно, равно как и попытки эмпирических исследований. Существуют противоречивые данные относительно реакций налогоплательщиков на изменение налоговых ставок. Так, В. Канто, Д. Джойнс, А. Лаффер (1980 г.) [213], Л. Линдси (1987 г.) [272] и М. Фельдштейн (1995 г.) [238], проводя исследования в США на различных временных интервалах¹², утверждают, что увеличение налогов оказало негативное влияние на налоговые поступления. Подобные работы свидетельствуют о существовании кривой Лаффера в рамках

¹⁰ Е.В. Балацкий – отечественный автор, но внес значительный вклад в развитие кривой Лаффера.

¹¹ Е.В. Балацкий [15, с. 88] утверждает, что понятие точки Лаффера возникло в трудах российских экономистов, в частности – С.В. Гусакова и С.В. Жак [74].

¹² В. Канто, Д. Джойнс, А. Лаффер исследовали 1951–1964 гг. [213], Л. Линдси – 1980–1984 гг. [272], М. Фельдштейн – 1985 и 1988 [236, 238]. Исследования были проведены с использованием различных переменных и групп налогоплательщиков. Подробный обзорный анализ работ [213, 236, 238, 272] проведен в работе С. Кацмана [263].

исследуемых интервалов. А. Гулсби (1999 г.) [245] и Э. Саез (2004 г.) [288], напротив, приходят к совершенно иным выводам¹³, не поддерживающим теорию А. Лаффера. Они считают, что ставки налога имеют положительную корреляцию с налоговыми поступлениями. Исследование С. Кацмана [263] также поддерживает работы А. Гулсби [245] и Э. Саеза [288]. Ряд экономистов, например Г. Солдатос (2016 г.) [297, с. 260], пришел к выводу о том, что только индивиды и бизнес с высокими доходами реагируют на изменение налоговой ставки, причем главным образом – путем уклонения от уплаты налогов и маневрирования между разными формами получения дохода. Утверждение о том, что кривая Лаффера отражает преимущественно поведение предприятий – бизнес-лидеров, использующих налоговые ставки как инструмент роста своих доходов, достаточно широко распространено в современной зарубежной экономической литературе и фигурирует в работах С. Дженкинса, А. Брандолини, Дж. Миклрайта и Б. Нолана (2013 г.) [257], С. Кацмана (2014 г.) [263], Т. Пикетти (2015 г.) [281], Г. Солдатоса (2016 г.) [297].

Сравнительный анализ кривой Лаффера в странах ЕС и США провели М. Трабандт и Г. Ухлиг (2011 г.) [304]. Так, согласно их результатам, в США возможно увеличение налоговых поступлений на 30 % с налогов на труд и на 6 % – с налоговых поступлений на капитал. Аналогичные цифры для стран Евросоюза составили 8 % и 1 % соответственно [304]. Построение кривой Лаффера на основе современных данных также проведено в работах К. Хирага и К. Нутахара (2016 г.) [253], М. Котамаки (2017 г.) [268]. К. Хирага и К. Нутахара анализируют форму кривой Лаффера для налога на потребление. М. Котамаки дополняет макромоделю общего равновесия путем замены частного потребления на национальное производство (home production).

По мнению самого А. Лаффера [269, с. 3], эмпирически кривая Лаффера была подтверждена в США за последние 100 лет по крайней мере трижды: во

¹³ А. Гулсби в качестве интервала для анализа определил 1922—1926, 1931—1938, 1948—1952, 1962—1966 гг. [245]. Э. Саез – 1960—2000 гг. [288]. Исследования были проведены с использованием различных переменных и групп налогоплательщиков. Подробный обзорный анализ работ [245, 288] проведен в работе С. Кацмана [263].

время налоговой реформы Хардинга-Кулиджа (середина 1920-х гг.), снижения налоговых ставок во времена президента Кеннеди (середины 1960-х гг.), а также налоговой реформы президента Рейгана (начало 1980-х гг.). Каждая из этих реформ может считаться успешной с позиции измерения общественного благосостояния.

Современные экономисты обращают значительное внимание на взаимосвязь налоговых ставок и макроэкономических показателей. Оригинальное исследование подобного плана представлено авторами Т. Шевлин, Л. Шивакумар и О. Уркан (2019 г.) [295]. Они отмечают, что большинство работ анализируют лишь зависимость макроэкономических показателей от ставок налога, в то время как налоговые льготы, вычеты и налоговое планирование игнорируются. Т. Шевлин, Л. Шивакумар и О. Уркан предлагают альтернативную модель измерения налоговых ставок [295]. Также существуют работы, например, авторов Х.К. Суарез Серрато и О. Зидар (2018 г.) [300], утверждающие, что налоговое законодательство в большей степени объясняет разброс суммарных налоговых поступлений, чем простое маневрирование налоговыми ставками.

Таким образом, мы можем констатировать высокий интерес зарубежных авторов в плане анализа моделей макроэкономического равновесия, особенно – к построению различных модификаций кривой Лаффера. В плане дальнейших исследований нам представляется перспективным развитие исследования Т. Шевлин, Л. Шивакумар и О. Уркан с целью создания модели, учитывающей все возможные виды налоговых преференций в едином показателе.

В целом зарубежные экономисты приходят к следующим результатам относительно влияния налоговой политики на макроэкономические показатели:

1. Налоговая политика рассматривается как часть инвестиционной политики, преследующей своей целью экономический рост. Так, например, согласно У. Джентри и Г. Хаббарду [242, с. 191], налоговые реформы следует анализировать в контексте того, способствуют ли они формированию капитала.

2. Налоговая система способна влиять на инвестиции компаний и индивидуальных инвесторов посредством изменения стимулов и возможностей осуществления инвестиций. Основными инструментами налоговой политики, направленной на рост инвестиций, являются снижение налоговых ставок и предоставление налоговых льгот.

3. В налоговых реформах законодатели заранее предполагают, что реформы будут приносить пользу конкретным отраслям экономики [218, с. 69]. Таким образом, налоговые новации в значительной части мотивированы желанием увеличить инвестиции в эти отрасли, возможно, не только отрасли, но и территории. Показателен в этом плане пример Германии, восточная часть которой получила существенные налоговые льготы с целью быстрой ликвидации экономического отставания от территории бывшей ФРГ [227].

4. Налогообложение непосредственно связано со структурой и стоимостью капитала компаний. На практике различия в стоимости долгового и долевого финансирования отдают предпочтение первому варианту¹⁴. Однако в литературе присутствует и оппозиционная точка зрения, состоящая в том, что налог на уровне бизнеса не должен иметь различий между долговым и долевым финансированием [242, с. 197]. Также следует отметить: компании в странах с высокими налогами активнее используют долговое финансирование, чтобы снизить налогооблагаемую прибыль за счет процентных платежей [298, с. 447]. При этом кредитное плечо компаний в большей степени реагирует на снижение предельной налоговой ставки, а не средней [224].

5. Налоги на инвестиции безусловно влияют на доходность / цену ценных бумаг. В зарубежной литературе популярен тезис о том, что налоги уже заложены в цене конкретного инструмента.

6. Очевидно, что между странами существует некое налоговое соревнование (или налоговая конкуренция, *tax competition*), направленное на привлечение инвесторов – нерезидентов и последующий экономический рост.

¹⁴ Вопрос о стоимости капитала, в том числе и с учётом налогов, широко освещен в зарубежной литературе, начиная с работ М. Миллера [275].

Подобное явление отмечают зарубежные авторы, например М. Деверуа, Р. Гриффитс и А. Клемм [223], М.Т. Альварез-Мартинез и соавторы [189, с. 818]. Налоговая конкуренция между странами подразумевает наличие некоего показателя для сравнительного анализа. В качестве такого показателя может быть использована эффективная налоговая ставка [190].

Таким образом, при ответах на вопросы о влиянии налоговой политики на сбережения и инвестиции большинство исследователей дают положительный ответ. Тем не менее вопросы построения модели общего равновесия на основании кривой Лаффера, ее модификаций или иным путем остаются открытыми.

2.2. Зарубежные методологические подходы к оценке влияния налоговой политики на инвестиции корпораций в рамках моделей частичного равновесия

Большинство зарубежных исследований в области влияний налогов на инвестиции ограничиваются эффектами частичного равновесия, которые можно понимать как влияние налоговых изменений на инвестиции при условии той экономической конъюнктуры, которая складывается в каждый момент времени [98, с. 72]. При этом исследуются только отдельные виды налогов, эффекты определенных налоговых льгот в конкретных отраслях, проводятся прочие сегментарные исследования. Аналитический обзор зарубежных исследований о влиянии налогообложения на инвестиции корпораций представлен в работе автора [25].

В зарубежной литературе распространены четыре теоретических концепции моделей частичного равновесия:

- неоклассическая модель инвестиций;
- коэффициент Q Тобина;

– микроэкономическая модель М. Кинга – Д. Фуллертона (модель Кинга-Фуллертона);

– регрессионный анализ.

Неоклассическая модель инвестиций

Неоклассическая модель описывает механизм принятия фирмой решения об инвестициях и основывается на издержках использования капитала. Издержки использования капитала при этом представляют собой потенциальную стоимость аренды того или иного вида физического капитала. Поскольку твердый спрос на физический капитал является производным спросом, а изменения стоимости базового капитала или стоимости покупки и использования капитала должны быть основополагающими детерминантами инвестирования.

Введем условные обозначения [98, 215, 249]:

α – эластичность выпуска по капиталу;

Y_t – выпуск фирмы в момент времени t ;

c_t – издержки использования капитала;

σ – эластичность замещения между капиталом и переменными факторами производства;

q_t – цена единицы физического капитала;

r_t – ставка дисконтирования;

δ_t – норма замещения основных фондов;

k_t – ставка по налоговой льготе (доля инвестиций, на которую могут быть уменьшены налоговые выплаты фирмы);

u_t – ставка налога на прибыль;

z_t – приведенная стоимость налоговых экономий, возникающих из-за амортизации капитала;

N_t – чистые инвестиции в момент времени t (т. е. инвестиции за вычетом дополнительных инвестиций, связанных с заменой определенной доли оборудования);

$p_t Q_t$ – добавочная стоимость капитала в момент времени t ;

u_t – издержки использования капитала с учётом налоговых правил в момент времени t ;

ε_t – остаток регрессии;

также существуют переменные, являющиеся оцениваемыми коэффициентами.

При определенных условиях задачу максимизации фирмой своей стоимости возможно заменить на более простую статичную задачу. Тогда оптимальный уровень капитала в момент времени t (Kt^*) можно представить следующим образом:

$$K_t^* = \frac{\alpha Y_t}{c_t^\sigma}, \quad (2.1)$$

С учетом таких составляющих налоговой системы, как налог на прибыль, амортизация, налоговые льготы на покупку оборудования, издержки использования капитала могут быть представлены:

$$c_t = q_t(r_t + \delta_t) \frac{(1 - k_t)(1 - u_t z_t)}{(1 - u_t)}, \quad (2.2)$$

Р. Холл и Д. Джордженсон [249] дополнили два предыдущих уравнения соображениями о том, как быстро фирмы меняют уровень своего капитала, чтобы адаптировать его к оптимуму. Далее они предположили, что σ равна единице и получили уравнение для оценки инвестиций:

$$N_t = \alpha \gamma_0 \Delta \frac{p_t Q_t}{c_t} + \alpha \gamma_1 \Delta \frac{p_{t-1} Q_{t-1}}{c_{t-1}} - \omega N_{t-1} + \varepsilon_t, \quad (2.3)$$

К концу 1960-х гг. неоклассическая модель, разработанная Р. Холлом и Д. Джордженсоном, стала стандартной моделью для изучения инвестиционных

решений. Неоклассический подход предлагает структурную связь между параметрами налоговой политики: ставкой налога на прибыль, приведенной стоимостью амортизационных отчислений, инвестиционной налоговой льготой и инвестициями через стоимость капитала для инвестора. Исследования в плане развития неоклассической модели инвестиций также проводили Ч. Бишофф [206], Р. Коэн [216]. Однако существуют исследования, например, как самостоятельные статьи Р. Эйснера [230, 231], так и с соавтором М. Надири [228, 229], доказывающие, что эмпирическая связь между инвестициями и затратами пользователей капитала незначительна.

Коэффициент Q Тобина

Л. Саммерсом в 1981 г. был представлен модифицированный коэффициент Q Тобина, скорректированный с учётом налогов.

Введем условные обозначения [98, 301]:

V – рыночная стоимость фирмы;

B – приведенная стоимость налоговой экономии, связанной с амортизацией существующего физического капитала;

c – предельная ставка по налогу на прирост капитала;

pK – номинальная стоимость физического капитала компании,;

θ – предельная ставка по налогу на дивиденды;

b – доля долга в финансировании новых инвестиционных вложений;

ITC – налоговая льгота для новых инвестиций (доля инвестиционных вложений, на которую могут быть уменьшены налоговые обязательства компании);

Z – приведенная стоимость экономии на налогах с одного доллара новых инвестиций в связи с амортизацией;

τ – ставка по налогу на прибыль;

I_t – инвестиции в течение года;

K_{t-1} – запас физического капитала на начало года;

Q_t – значение коэффициента Q Тобина, скорректированное на налоги;

u_t – остаток регрессии.

Модифицированный коэффициент Q Тобина с учётом налогов может быть представлен следующим образом:

$$Q = \frac{\frac{(V - B)(1 - c)}{pK(1 - \theta)} - 1 + b + ITC + Z}{1 - \tau}, \quad (2.4)$$

При определенных предпосылках может быть выведена следующая зависимость инвестиций от коэффициента Q Тобина:

$$\frac{I_t}{K_{t-1}} = \gamma + \frac{1}{\beta} Q_t + u_t, \quad (2.5)$$

Данное уравнение может быть оценено на макроуровне или на выборке из множества компаний. Основным недостатком данного подхода является то, что эконометрическая оценка может быть произведена только для торгуемых компаний.

Модель Кинга-Фуллертон

Некоторыми авторами с целью оценки влияния налогов на инвестиции применяется модифицированная и расширенная версия микроэкономической модели Кинга-Фуллертон (1984 г.) [266]. В данной модели воздействие налогообложения на инвестиции происходит через изменение стоимости капитала и измеряется так называемой предельной эффективной налоговой ставкой (marginal effective tax rate, METR). Модель Кинга-Фуллертон подразумевает исчисление величины налогового клина (tax wedge) в виде разницы между нормой прибыли на инвестиции до и после налогообложения для серии неких гипотетических инвестиционных проектов нефинансового сектора. Последовательность расчета показателей в модели Кинга-Фуллертон наиболее четко сформулирована в работе И. Карзановой [88, с. 4] и

производится следующим образом:

- рассчитывается единичный прирост сбережений домохозяйств;
- исчисляется небольшой (единичный) прирост к уровню реальных инвестиций в нефинансовом секторе; названный прирост именуется предельными инвестициями;
- отслеживается поток прибыли на предельные инвестиции, получаемые владельцем инвестированных средств;
- рассчитывается доля реальной нормы прибыли на инвестиции, которая должна быть уплачена при налогообложении прибыли компании и личных доходов сберегателя;
- вычисляются предельные эффективные налоговые ставки, которые и представляют собой полную налоговую нагрузку на предельные инвестиции.

Модифицированные версии модели Кинга-Фуллертон имеют некоторое распространение в экономической литературе, в частности – в работах К. Гордона и Г. Чилингуириана [46], И. Карзановой [262].

Регрессионный анализ

В работе Р. Холла и Д. Джордженсона (1969 г.) при объяснении уровня инвестиций авторы используют два главных показателя: издержки использования капитала, которые зависят от налогов, и уровень выпуска экономики. При этом влияние изменения налоговой системы на выпуск не учитывается: выпуск не моделируется, он является экзогенной переменной. В итоге оказывается, что снижение налога на прибыль слабо отрицательно влияет на инвестиции [250].

Ю. Фама и К. Френч (1998 г.) [233, с. 819] использовали перекрестные регрессии с целью изучения связи стоимости фирмы с дивидендами и долгом. Авторы утверждают, что с учетом контроля прибыльности регрессионный анализ может измерять, каким образом налогообложение дивидендов и обязательства компании влияют на стоимость фирмы. Ю. Фама и К. Френч делают вывод о том, что дивиденды и долги передают информацию о

прибыльности (ожидаемых чистых денежных потоках), скрывающую любые налоговые последствия финансовых решений.

«Естественные эксперименты»¹⁵

Налоговые новации дают возможность протестировать существующие гипотезы на практике, провести так называемые «естественные эксперименты». Эмпирические исследования выполнены преимущественно на примере США, причем на уровне экономики в целом, либо на уровне фирм. Для развивающихся стран и стран бывшего соцлагеря подобные исследования все еще единичны, абсолютно новы.

Эмпирические исследования, анализирующие влияние налогов на инвестиции, представлены в зарубежной периодической литературе достаточно широко. Как правило, эмпирический анализ в зарубежной практике проводится на уровне экономики в целом или отдельно взятой организации. При этом в качестве объясняемой переменной выступают:

- отношение инвестиций к накопленному основному капиталу;
- инвестиции или их натуральный логарифм и его изменение;
- вероятность того, что инвестиции будут осуществлены;
- отношение суммарных инвестиций к ВВП страны.

В качестве объясняющих переменных, связанных с налогами, в свою очередь, заявляются:

- предельные или средние ставки по отдельным видам налогов;
- эффективная налоговая ставка;
- приведенная стоимость налоговой экономии благодаря налоговым льготам и амортизационным отчислениям;
- отношение доходов бюджета по отдельным видам налогов к ВВП или к суммарным доходам бюджета.

Обзор эмпирических исследований относительно влияния налогов на инвестиции представлен в приложении А (табл. П.А.1). Следует отметить, что

¹⁵ Фактически рассмотрение «естественных экспериментов» уже было начато ранее, при обсуждении справедливости кривой Лаффера.

большая часть подобных работ была выполнена на примере США и имела своей целью анализ инвестиций именно частных компаний.

Зарубежные авторы, проводившие эмпирические исследования, в том числе и гипотетические, приходят к общему выводу о том, что маневрирование налогами влечет за собой рост инвестиций. При этом под маневрированием налогами подразумеваются налоговые льготы, ускоренное начисление амортизации, снижение налога на прибыль, положительная разница между налогами на распределенную и нераспределенную прибыль, снижение налога на прирост капитала и общее снижение налоговой нагрузки.

Дополнительно авторами, чьи исследования представлены в приложении А (табл. П.А.1), были сформулированы следующие существенные результаты:

– рост инвестиций может как предшествовать принятию закона, вводящего льготу, так и иметь остаточный эффект [254];

– компании реагируют значительным ростом инвестиций только в случае, если налоговое стимулирование немедленно увеличивает их денежные потоки (генерируя налоговую экономию) [311];

– в ответ на налоговое стимулирование в большинстве случаев имеет место «чистый» рост инвестиций, не подразумевающий перераспределение планируемых инвестиционных затрат между различными годами [227, 311];

– малый бизнес реагирует на льготы на 95 % сильнее в сравнении с крупным; при этом большая часть инвестиций приходится именно на крупные компании [311];

– за отсутствием влияния налоговой льготы на инвестиции могут стоять фундаментальные причины, например качество институциональной среды, ожидания высокой налоговой нагрузки в будущем и иные [241];

– значительный эффект может иметь заблаговременное информирование налогоплательщиков о предстоящей реформе [301];

– высокая разница между ставкой на распределенную и нераспределенную прибыль способна побудить фирмы больше инвестировать

[237].

В плане налогообложения отдельных видов доходов зарубежные экономисты выделяют особенности налогообложения дивидендов, прироста капитала, облигаций и доходов по счетам, аналогичным российским ИИС.

Налогообложение дивидендов

Проблема двойного налогообложения дивидендов не имеет однозначного решения в зарубежной литературе. Главным аргументом в пользу отмены налога с дивидендных выплат является утверждение о том, что чистую прибыль корпорации целесообразно считать доходом ее акционеров соразмерно их доле. Подобные доводы встречаются среди классиков экономической мысли неоднократно, например в работе «Власть и рынок: государство и экономика» М. Ротбарда (1970 г.) [132, с. 158], а также в статьях ряда современных экономистов, например, А. Вайхенридера (1998 г.) [309, с. 451], А. Мишра и Р. Ратти (2014 г.) [276, с. 218], Д. Бёртона (2017 г.) [212, с. 1]. Иными словами, большинство авторов считает, что в настоящее время корпорация рассматривается как некая «фикция», существующая независимо и отдельно от акционеров, в то время как справедливо рассматривать корпорацию как аналог товарищества. В числе прочих доводов в пользу отмены налога с дивидендных выплат многие авторы называют возможное стимулирование инвестиций на фондовом рынке и последующий экономический рост. Среди негативных моментов двойного налогообложения дивидендов зарубежные экономисты отмечают искажение инвестиционного процесса в целом, что выражается в предпочтении корпорациями долгового финансирования, а не акционерного капитала, склонности компаний к сохранению своих доходов, а также финансированию за счет нераспределенной прибыли проектов, не являющихся оптимальными.

Сторонники идеи двойного налогообложения дивидендов, напротив, выдвигают следующие доводы:

– большее бремя налогов с дивидендных выплат несут состоятельные

налогоплательщики;

– сокращение налогов вызовет существенное сокращение доходов бюджета;

– существуют альтернативные варианты стимулирования экономического роста;

– отмена налога с дивидендных выплат может спровоцировать рост стоимости заимствований для государственных и местных органов власти.

Двойное налогообложение дивидендов до сих пор имеет место быть в большинстве развитых стран и является классическим вариантом обложения дохода [242, с. 192], однако доводы названных выше экономистов не остаются без внимания. Так, в Австралии, Финляндии, Италии, Мексике и Новой Зеландии в настоящее время отсутствует двойное налогообложение дивидендных выплат. Подобная система именуется «Dividend imputation system» (система льготного налогообложения дивидендов¹⁶). Согласно А. Мишра и Р. Ратти [276, с. 218], система льготного налогообложения дивидендов имеет несомненные достоинства, в частности – устраняет двойное налогообложение внутреннего дохода, снижает эффективную ставку налога на внутренние инвестиции и делает инвестиции в иностранные ценные бумаги менее привлекательными.

В плане изучения льготного налогообложения дивидендных выплат чрезвычайно интересен опыт Австралии, применяющей такие понятия, как «franked dividend» (предоплаченный дивиденд¹⁷) и «franking credit» (франкирующий кредит). Предоплаченный дивиденд представляет собой сумму дивидендного дохода, не подлежащего налогообложению; при этом принимаются в расчет ставки налога на прибыль корпорации и подоходного налога акционера, и исходя из большей ставки производится перерасчет. Налог с дивидендных выплат при этом может отсутствовать как полностью, так и лишь частично. Франкирующий кредит, в свою очередь, согласно В. Майо,

¹⁶ В РФ термин отсутствует как таковой.

¹⁷ Перевод автора. В российской практике термин отсутствует.

можно трактовать как вид налогового кредита, подразумевающий возврат налога на прибыль, уплаченного компанией, обратно акционеру с выплатой дивидендов [274]. Подобная система имеет ряд особенностей. В частности, следует соотнести налоговые ставки с доходов эмитента и акционера, выявить, имела ли компания – эмитент какие-либо налоговые льготы при налогообложении прибыли и ряд других моментов. В Австралии проведены исследования, например П.Л. Своном [303], относительно наличия меньшего систематического риска по акциям, имеющим предоплаченный дивиденд.

В некоторых странах система льготного налогообложения дивидендов полностью или частично существовала в недавнем прошлом в качестве временной меры или эксперимента. Так, в Великобритании и Ирландии имели место пониженные ставки налогообложения дивидендов; в Германии, Франции и Норвегии практиковалось полное их отсутствие, впоследствии скорректированное различным образом.

В плане налогообложения дивидендов ряд экономистов [301, 310] пришли к выводу, что снижение налога на дивидендные выплаты не имеет ожидаемого эффекта в плане роста инвестиций. Объяснений подобного результата может быть по крайней мере два: компании финансируют новые проекты из нераспределенной прибыли и «безрискового» долга, а не с помощью выпуска новых акций и рискованного долга; эмитенты не восприняли реформу дивидендных выплат как долгосрочную [310].

При анализе налогообложения дивидендных выплат достаточно широко анализируются вопросы, связанные с повышенным налогообложением доходов акционеров – нерезидентов. Мировая практика в целом декларирует более высокое налогообложение доходов нерезидентов. Общий вывод подобных исследований состоит в том, что чем выше налогообложение дивидендных доходов внутри страны, тем более привлекательны иностранные ценные бумаги для резидентов. Соответственно, приток иностранных инвестиций возможно провоцировать налоговыми льготами для нерезидентов [276, с. 230].

Налогообложение дивидендов имеет значение и с точки зрения компании – эмитента. Маневрирование налоговыми ставками в данном случае способно стимулировать инвестиции компаний и рост их стоимости [260].

Налогообложение прироста капитала

Следует отметить, что в отношении доходов от капитала за рубежом существует налог, в российской практике отсутствующий¹⁸. Им является так называемый *capital gains tax* или *capital income tax* (налог на прирост капитала), взимаемый как с юридических, так и с физических лиц и подразумевающий налогообложение дохода от реализации ценных бумаг, драгоценных металлов, недвижимости. Данный налог связан в первую очередь с налогообложением доходов финансового сектора и представляет собой налог на прирост стоимости инвестиций, возникающих при реализации финансовых активов частными лицами и корпорациями. Когда активы продаются, прирост капитала считается реализованным. Подробнее налог на прирост капитала описан в коллективной монографии под ред. И.А. Майбурова и Ю.Б. Иванова [53]. Важность роста инвестиций вследствие реформирования налога на прирост капитала, а также администрирования данного налога отмечает ряд авторов, в частности – Р. Даммон, Ч. Спатт и Г. Жанг (2001 г.) [221], М. Деверуа, Р. Гриффитс и А. Клемм (2002 г.) [223], А. Ауэрбах (2006 г.) [194] и другие. А. Ауэрбах утверждает, что финансовые компании обладают большей гибкостью в реагировании на налоговые льготы, особенно в отношении места их деятельности, что, безусловно, вызывает сложности в погоне за доходом с капитала [194, с. 405]. Кроме того, налоговые системы, предназначенные для нефинансовых компаний, могут не быть эффективны применительно к финансовому сектору [194, с. 405]. Немаловажную роль в развитии налога на прирост капитала играют и инновационные финансовые инструменты, в частности – гибридные бумаги. Недостаточную ясность в налогообложении гибридных финансовых инструментов отмечают Б. Семиноговас [292, с. 301],

¹⁸ В российской практике его заменяют налог на прибыль организаций и НДФЛ.

П. Харрис [251].

Значительное внимание уделяется вопросу, является ли прирост капитала доходом. Так, М. Ротбард считает, что прирост капитала равнозначен получению прибыли, однако взимать его следует с возникшего, а не реализованного прироста или уменьшения капитала при условии поправок на изменение покупательной способности денежной единицы [132, с. 163]. Общепринятым с позиции налогообложения является обложение реализованного дохода.

Налогообложение облигаций

В области исследования налогообложения облигаций в основном имеют место исследования относительно влияния налоговых новаций на доходность и цену облигаций, преимущественно в США. В первую очередь следует отметить Р. Грина из университета Карнеги-Меллона, в разные годы анализовавшего различные аспекты налогообложения облигаций. Так, в 1993 г. Р. Грин [247] провел анализ аномального поведения налоговых и безналоговых кривых доходности муниципальных облигаций. В 1997 г. совместно с Б. Одегаардом [248] он же исследовал влияние Закона о налоговой реформе 1986 г. на цены трежерис и поддержал гипотезу о том, что это событие в значительной степени устранило налоговые эффекты от временной структуры.

Экономистами США среди всех видов облигаций чаще всего для анализа выбираются именно муниципальные как инструменты со сложным налогообложением¹⁹, а также как популярные бумаги среди индивидуальных инвесторов [191, с. 593]. А. Анг, В. Бхансали и Ю. Зинг отмечают высокую чувствительность цен муниципальных облигаций к налоговым ставкам [191, с. 565].

Налогообложение аналогов ИИС

В развитых странах с 1970-х гг. действуют различные виды счетов, аналогичных российским ИИС. Так, в США существуют IRA (Individual

¹⁹ Проценты по муниципальным облигациям освобождены от федерального подоходного налога, однако прирост капитала подпадает под сложный налоговый режим [259, с. 95].

Retirement Accounts), в Австралии представлен счет Superannuation, в Великобритании – ISA (Individual Saving Accounts), в Канаде – TFSA (Tax-free Saving Accounts), а в Японии – NISA (Nippon Individual Saving Accounts). Данные счета имеют сходство в плане льготного режима налогообложения для физических лиц, однако различаются целями и особенностями инвестирования, а также наличием либо отсутствием связи с пенсионными накоплениями²⁰. Следует отметить, что инвестиционный счет – один из немногих инструментов, применяемый исключительно для индивидуальных инвесторов и способный доказать эффект в плане роста инвестиций домохозяйств.

Существует ряд исследований зарубежных экономистов, имеющих своей целью влияние данной налоговой льготы на рост сбережений и инвестиций, а также расчет эффективности инвестиционных счетов. С. Венти и Д. Вайс (1986 г.) [306] анализируют эффект увеличения лимитов на счетах типа IRA, а именно какая часть увеличения IRA будет компенсирована снижением сбережений, не подразумевающим льготного налогообложения. Авторы [306] приходят к выводу, что лишь небольшой рост сумм на счетах IRA (от 10 до 20 %) будет компенсирован сокращением других финансовых активов. При этом от 45 до 55 % роста IRA будет финансироваться за счет сокращения расходов на другие товары и услуги и около 35 % – за счет снижения налогов. О. Аттанасио и Т. Делейре (2002 г.) [193, с. 504], напротив, не нашли доказательств того, что домохозяйства финансировали IRA за счет сокращения потребления, по крайней мере – на начальном этапе. Данные авторы [193, с. 504] пришли к выводу, что введение счетов IRA в США способствовало росту национальных сбережений на 9 %.

М. Доннелли и А. Янг (2012 г.) [226, с. 361] высказывают критические замечания относительно практики действия инвестиционных счетов в Великобритании и Канаде. Главным их доводом против введения подобных счетов является утверждение о том, что владельцами инвестиционных счетов

²⁰ Инвестиционные счета подразумевают именно пенсионные накопления в США и Австралии.

являются пожилые состоятельные граждане, кому не требуются налоговые льготы для поддержки возможности сберегать.

В плане влияния подоходного налога на личные сбережения интересны работы С. Ранджеловича [284], О. Бандиера и соавторов [196]. Названные экономисты анализируют воздействие налоговой политики на сбережения граждан безотносительно приобретения ими ценных бумаг и приходят к противоречивым выводам. Так, С. Ранджелович [284] анализирует подоходный налог на труд и налог на прирост капитала и приходит к выводу, что возможность увеличения сбережений с помощью налоговой политики невелика. Результаты исследований О. Бандиера и соавторов [196] также не подтверждают гипотезу о том, что финансовая либерализация в целом приводит к увеличению сбережений.

Некоторые результаты анализа зарубежных исследований о влиянии налогообложения на инвестиции корпораций состоят в следующем:

1. Результаты эмпирических исследований свидетельствуют о том, что снижение налоговых ставок и предоставление налоговых льгот положительно влияют на рост инвестиций. При этом рост инвестиций может как предшествовать налоговой реформе, так и иметь остаточный эффект [254]. Однако стоит отметить и противоречивость результатов, особенно в плане влияния налогообложения дивидендов на рост инвестиций [214, 301, 310]. Помимо налоговых ставок и преференций, на рост инвестиций оказывают влияние и иные составляющие, например налоговое законодательство [300], рост населения, человеческий капитал [207] и иные. В плане «естественных экспериментов» необходимо изучение результатов налоговых новаций в развивающихся странах.

2. В плане временных эмпирических рамок исследований экономисты не пришли к единому мнению. Так, существуют исследования, занимающие длительные временные интервалы (30–60 лет). К ним, например, относятся

работы Р. Вергара²¹ [307], Дж. Потерба²² [282], К. Ромер и Д. Ромера²³ [286], Л. Саммерса²⁴ [301]. Присутствуют и работы, анализирующие короткие временные интервалы, в том числе и один год [225, 280, 310]. При этом Р. Четти, Дж. Розенберг и Э. Саез [214] отмечают, что результаты исследований чрезвычайно чувствительны к интервалу анализа и используемой спецификации, поэтому предпочтительны длительные интервалы. В пользу длительных временных интервалов говорит и тот факт, что налоговая реформа может иметь эффект в краткосрочной перспективе и полное его отсутствие – в долгосрочной. Об этом, в частности, говорят исследования Л. Саммерса [301]. Однако мы не можем игнорировать короткие временные интервалы, поскольку для определения результатов текущих налоговых новаций важна эффективность «здесь и сейчас».

3. В ряде случаев рост инвестиций объясняется не налоговыми реформами, а другими фундаментальными факторами, как, например, в работе А. Галиндо и М. Мелендеса [241]. Кроме того, существует так называемая эндогенность налоговой системы, подразумевающая влияние самих инвестиций на налоги и вызывающая смещенность оценок и недостоверность результатов [98, 220]. Дж. Камминс, К. Хассетт, Р. Хаббард [219, 220] предлагают для решения проблемы эндогенности использовать данные микроуровня.

4. Налогообложение большинства стран имеет сложную и запутанную природу. Некоторые авторы, например М. Кинг и Д. Фуллертон, называют изучение особенностей налогового законодательства «истощающим, опустошающим» процессом [266, с. 4]. Необходимость упрощения налоговой системы отмечают в своих работах Дж. Слемрод и Дж. Бакиджа [296], У. Джентри и Г. Хаббард [242, с. 191].

5. Если налоговые ставки для домашних хозяйств и предприятий различаются, то возможности налогового планирования возникают из-за

21 Р. Вергара исследовал данные об экономике Чили за 28 лет (1975–2003 гг.) [307].

22 Дж. Потерба анализировал 36-летний интервал (1950–1986 гг.) [282].

23 К. Ромер и Д. Ромера использовали статистический материал за 59 лет (1947–2006 гг.) [286].

24 Л. Саммерс проводил исследование на основе 32-летнего интервала (1948–1980 гг.) [301].

изменения характеристик дохода в качестве заработной платы или дохода от капитала. Этот тип налогового планирования не актуален для государственных корпораций.

Таким образом, при анализе моделей частичного равновесия между налоговой политикой и инвестициями мы также имеем ряд нерешенных вопросов. Так, неясно влияние на инвестиции прочих факторов, помимо налоговых ставок и налоговых льгот, неопределенны временные интервалы для проведения «естественных экспериментов», спорно влияние снижения налогообложения дивидендов на рост инвестиций и т. д.

2.3. Базовые положения авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Под методологией в данном исследовании мы будем понимать принципы и положения, которым должны отвечать конкретные методы решения задач [129, с. 102]. Если говорить о структуре методологии, то, по мнению ряда авторов [117–119], в ее составе целесообразно выделять характеристики деятельности, логическую и временную структуру. В рамках авторской методологии раскрываются необходимые понятия, определяются их составляющие, структура и взаимосвязи, обосновываются основные положения и подходы к количественной оценке. При разработке методологии автор также использовал труды В.В. Громыко [71], Г.Д. Боуш и В.И. Разумова [60].

Теоретической основой разработки методологии оценки налоговых льгот для частных инвесторов выступает ТЭП, сформированная на основе современной теории монетаризма, экономической теории предложения и теории рациональных ожиданий. Нами были заимствованы некоторые положения, предложенные А. Лаффером, в том числе о том, что в экономике в целом не может быть неиспользуемых ресурсов, уровень развития

производства зависит и от предложения капитала, а капитал, в свою очередь, является вопросом сбережений [150, с. 180]. Также при разработке авторской методологии нами была принята во внимание модель Кинга-Фуллертонна. При этом если А. Лаффер говорит в целом о снижении налоговых ставок, то мы анализируем предоставление частным инвесторам налоговых льгот, что по сути своей можно трактовать аналогичным образом – как снижение налоговых ставок при соблюдении определенных условий.

Автором диссертационной работы проведены исследования в области исследования налоговых льгот для инновационного малого бизнеса [204] и учета налогов в модели роста М. Гордона [200], которые также легли в основу формирования методологии оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг.

В методологическом плане мы выдвигаем следующие основные тезисы диссертационного исследования, опубликованные ранее в работах автора [31, 33, 35, 36]:

1. В авторской методологии частные инвесторы являются разумными. Сам термин «разумный инвестор» был введен Б. Грэмом в 1949 г. и дополнен им позднее в книге «Разумный инвестор: Руководство по стоимостному инвестированию». В трактовке Б. Грэма разумный инвестор – «это инвестор терпеливый, дисциплинированный и всегда готовый учиться» [72, с. 27]. При этом ранее, в работе «Анализ ценных бумаг» Б. Грэхем²⁵ и Д. Додд отмечают, что инвесторы придают большое значение налоговым льготам по ценным бумагам [73, с. 79]. В нашем понимании разумный инвестор – это инвестор дисциплинированный, принимающий решения на основе анализа информации, использующий и комбинирующий возможные налоговые льготы при наличии такой возможности и своевременно заявляющий налоговые вычеты с целью получения большей доходности на вложенный капитал. Разумность инвесторов при использовании налоговых льгот на рынке ценных бумаг проявляется

²⁵ В русском варианте фамилия Graham переводится различными авторами по-разному: и как Грэм, и как Грэхем.

только в том случае, если инвестор имеет возможность выбора относительно конкретной льготы.

Термин «разумный инвестор» коррелирует с неоклассической концепцией «экономического человека», осуществляющего рациональные действия и, соответственно, максимизирующего прибыль. При этом экономический человек обладает в числе прочих качеств независимостью, рациональностью, информированностью. Подобные характеристики экономического человека заявлены в работах О.И. Ананьина [8], В.З. Баликоева [20], М. Блауг [56], Л.А. Тутова [148]. В трактовке А.Б. Когана [93, с. 61] цель экономического человека состоит не столько в максимизации прибыли, сколько в скорости ее получения.

Однако разумность инвесторов в последние годы подвергается сомнениям, что подробно исследуется в науке о поведенческих финансах, описанных в работах С.Ю. Богатырева [58], В.А. Горецкой [69], О.С. Беломытцевой и И.П. Супис [46]. В плане рациональности субъектов рынка, в том числе и инвесторов, многие авторы отмечают проявления ограниченной рациональности, а иногда и полной иррациональности [150].

Тем не менее анализируемые в работе частные инвесторы разумны, однако могут приходить на фондовый рынок по разным основаниям. Так, индивидуальные инвесторы выходят на рынок в результате предоставления им налоговых льгот, действуя рационально и максимизируя доходность. Институциональные инвесторы, анализируемые в работе, используют фондовый рынок как единственно возможную платформу для осуществления ими профильного вида деятельности и применяют налоговые льготы опционально.

2. Говоря о налогообложении частных инвесторов на рынке ценных бумаг в РФ, мы имеем в виду налоговые льготы по НДФЛ для индивидуальных инвесторов и налогу на прибыль для институциональных инвесторов. Отметим, что купля-продажа ценных бумаг не облагается НДС. В некоторых зарубежных

странах инвестирование на рынке ценных бумаг облагается не налогом на доход (прибыль), а специальным налогом на прирост капитала; в РФ подобный налог отсутствует. При расширенном применении авторской методологии возможно также использование налога на прирост капитала.

3. Налоговые льготы частным инвесторам на рынке ценных бумаг предоставляются в различных формах:

– как возможность не уплачивать налог в принципе, например, в виде нулевой ставки по НДФЛ или налогу на прибыль;

– как возможность уплачивать налог в меньшем размере; в частности, могут быть установлены пониженные ставки по отдельным видам дохода по НДФЛ и налогу на прибыль, предоставлена частичная льгота в виде величины определенной процентной ставки;

– как возможность заявления налогового вычета и, соответственно, возможность произвести возврат ранее уплаченного налога или возможность не уплачивать налог. Данная возможность существует при инвестировании средств гражданами через ИИС. При этом ИИС типа А²⁶ дают возможность произвести возврат ранее уплаченного налога, а ИИС типа Б – возможность не уплачивать налог в принципе. Данные различия являются различиями чисто технического плана, состоящими в выборе гражданина между текущим либо отложенным потреблением. Подробнее данные различия описаны в статье автора [38].

Следует отметить, что существуют налоговые льготы, применяемые в обязательном порядке, автоматически, например по налогообложению доходов от пенсионных резервов НПФ. Однако существуют и льготы, решение о применении или неприменении которых принимает сам инвестор. Здесь мы имеем в виду налоговую льготу для индивидуальных инвесторов при использовании ИИС.

4. Налоговые льготы на рынке ценных бумаг, являясь налоговыми

²⁶ Термины «ИИС типа А» и «ИИС типа Б» в законодательстве отсутствуют, однако широко используются на практике и в деловой периодике.

расходами, имеют свою стоимость для государства. Ее мы можем определить по конкретной налоговой льготе путем отнесения величины предоставленной налоговой льготы к сумме привлеченных инвесторами активов. В данной ситуации государство по сути является инвестором и ожидает некой доходности, которую мы проанализируем позднее. Считаем, что стоимость налоговых льгот (налоговых расходов) уместно определять в процентах годовых.

5. Среди функций налоговых льгот на рынке ценных бумаг мы делаем акцент на стимулирующей функции, под которой понимаем стимулирование инвестиций налогоплательщиков в ценные бумаги. Считаем, что предоставление налоговых льгот частным инвесторам на рынке ценных бумаг преследует, как правило, две цели:

– стимулирование развития экономики в целом / фондового рынка в частности / биржевой торговли / отдельных (приоритетных) отраслей экономики или предприятий, в росте которых государство заинтересовано;

– развитие инвестиционной культуры населения или корпораций. Как правило, в данном случае все же имеются в виду индивидуальные инвесторы, в РФ подобным примером является ИИС. Так, по заявлению первого зампреда Банка России С.А. Швецова в газете «Коммерсантъ», ИИС – «это сознательная рекламная кампания рынка капитала» [151, с. 8].

Примечательно, что в РФ уже была предпринята попытка отраслевого стимулирования эмитентов путем введения налоговой льготы для частных инвесторов, успехом, однако, не увенчавшаяся. Мы имеем в виду льготу по долгосрочному владению ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики, подробно проанализированную в статьях автора [39, 41].

Таким образом, налоговые льготы для частных инвесторов на рынке ценных бумаг могут быть инструментом проведения определенной экономической политики, включая поддержку стратегически важных отраслей

путем стимулирования частных инвесторов к покупке ценных бумаг эмитентов данных отраслей.

6. Раскрытие стимулирующей функции налоговых льгот на рынке ценных бумаг логично производить посредством определения их фискального эффекта. Фискальный эффект, в свою очередь, возможно определить исключительно через инвестиции в корпоративный сектор и прирост его налоговых платежей. Соответственно, нас интересуют инвестиции частных инвесторов только в акции и корпоративные облигации. Безусловно, частные инвесторы приобретают и иные корпоративные ценные бумаги: инвестиционные паи ПИФов и ETF, депозитарные расписки, ипотечные сертификаты участия и иные. Вложения частных инвесторов в инвестиционные паи ПИФов не анализируются в силу сложности отслеживания цепочки инвестиций, сделанных посредством покупки пая. Так, инвестиционный пай подразумевает покупку доли в корзине ПИФа, которая включает в себя ценные бумаги, в том числе и паи. Доля депозитарных расписок и прочих менее распространенных ценных бумаг в портфелях частных инвесторов мала. В силу данных обстоятельств мы ограничиваем сферу анализа акциями и корпоративными облигациями. Приобретение частными инвесторами акций и корпоративных облигаций более распространено и дает нам достаточно простую картину для анализа, поскольку понятен состав предприятий и отраслей, получивших инвестиции.

7. Противоречивость налоговых льгот требует их обязательной оценки. При оценке эффективности налоговых льгот первоочередное значение, на наш взгляд, имеет так называемая самокупаемость льготы. Самокупаемость налоговой льготы подразумевает получение бюджетом дополнительных доходов, превышающих сумму предоставленной налоговой льготы.

Налоговые льготы для частных инвесторов на рынке ценных бумаг могут быть оценены посредством определения эффектов, явившихся их следствием, а также эффективности.

В трактовке терминов «экономический эффект» и «фискальный эффект» применительно к налоговым льготам мы придерживаемся точки зрения И.А. Майбурова [104], в т. ч. с соавторами [86, 102]. Экономический эффект налоговой льготы в теории состоит в увеличении финансовых ресурсов налогоплательщика. В рамках авторской методологии экономический эффект налоговой льготы также присутствует, причем в двух вариантах:

– как эффект налогоплательщика (частного инвестора), получающего за счет налоговой льготы большую доходность на вложенные средства и максимизирующего капитал. Таким образом, наш налогоплательщик получает возможность приобрести больший объем корпоративных и иных ценных бумаг и нарастить свой капитал;

– как эффект прироста капитала для эмитентов, чьи ценные бумаги приобрели частные инвесторы. Покупка частными инвесторами акций дает эмитентам прирост долевого капитала, покупка корпоративных облигаций – прирост долгового капитала. Эффект масштаба капитала в дальнейшем нами анализируется. Роль капитала корпораций в плане происхождения и смысла подчеркивается многими авторами, в том числе В.С. Плотниковым, О.В. Плотниковой и М.В. Бежан [124], Н.В. Фадейкиной и К.Ю. Цыганковым [152, 156]. Особенности и эффективность долгового финансирования корпораций исследуются Т.А. Мартыновой, Д.В. Еремеевым и соавторами [110].

Под фискальным эффектом налоговой льготы мы понимаем прирост последующих налоговых доходов над текущими налоговыми расходами. Фактически в авторской методологии переплетены и соединены воедино фискальный и экономический эффекты и, соответственно, фискальная и экономическая эффективность.

8. Мы выделяем шесть эффектов, имеющих место в результате предоставления налоговых льгот на рынке ценных бумаг частным инвесторам, ранее уже заявленных в работах автора [31, 199, 203]:

Эффект А – прирост сбережений и инвестиций индивидуальных инвесторов / инвестиций институциональных инвесторов;

Эффект Б – прирост акционерного капитала корпораций вследствие приобретения частными инвесторами их акций;

Эффект В – прирост корпоративного долга корпораций вследствие приобретения частными инвесторами их облигаций;

Эффект Г – прирост прибыли корпораций вследствие привлечения дополнительного финансирования (эффектов Б и В);

Эффект Д – прирост налоговых платежей корпораций в результате прироста прибыли (эффекта Г);

Эффект Е – снижение государственного долга в результате увеличения доходов бюджета вследствие прироста налоговых платежей корпораций (эффекта Д).

По эффектам Б – Д возможен расчет на уровне отдельно взятой организации, суммарно по отрасли, в масштабе экономики в целом, по эффектам А и Е – только на уровне макроэкономики для индивидуальных инвесторов, для крупных институциональных инвесторов возможна детализация. При этом эффекты А – Г являются экономическими, а эффекты Д и Е – фискальными.

Первые три из вышеназванных эффектов от введения налоговых льгот для частных инвесторов (эффекты А – В), на наш взгляд, являются в некотором роде промежуточными. Сами по себе отдельно взятые приросты сбережений, акционерного капитала и долга корпораций не показательны и не свидетельствуют о стимулировании инвестиций. При этом прирост прибыли корпораций, налоговых платежей и снижение государственного долга (эффекты Г – Е) уже являются показательными и результативными.

В зарубежной литературе, преимущественно американской, существуют исследования о влиянии налоговых льгот по счетам IRA²⁷ на сбережения

27 Individual retirement account, американский аналог российских ИИС типа Б.

граждан. Они проведены авторами О.П. Аттаназио и Т. Делейре [193], Дж.М. Потерба, С.Ф. Венти и Д.А. Вайсом [283], Р.Г. Хаббардом и Дж.С. Скиннером [255], Э.М. Эндженом, В.Дж. Гейл и Дж.К. Шольцем [232]. При этом М. Фельдштейном [238] всего лишь упомянуты рост акционерного капитала за счет IRA и прирост налоговых платежей корпораций. Методики расчета данных показателей отсутствуют.

В рамках авторской методологии необходимо отметить несоразмерность временных горизонтов предоставления налоговых льгот и получения эффектов Г – Е. Если предоставление налоговых льгот имеет место в текущем году, его последствия в виде прироста прибыли, налоговых платежей эмитентов и сокращения государственного долга проявляются позднее.

9. Еще одним допущением в рамках авторской методологии является возможность приобретения инвесторами с учётом налоговых льгот только ценных бумаг отечественных эмитентов. Иными словами, наша анализируемая экономика является «закрытой», налоговые льготы предоставляются для стимулирования только отечественных корпораций. Данная идея заявлена в работах автора [31, 37]. Предоставление налоговой льготы российским инвесторам для приобретения иностранных ценных бумаг выглядит абсурдно, поскольку стимулирует развитие иностранных корпораций.

Дж. Руджжери и М. Фуджере [287] утверждают, что заявленные выше эффекты Б и Д имеют место только в закрытой экономике. В этом случае изменения внутренних сбережений автоматически трансформируются во внутренние инвестиции и могут повлиять на доходы корпораций и суммы налога на прибыль.

10. Фискальная эффективность, в свою очередь, по аналогии с показателем доходности, трактуется нами как показатель отношения последующих годовых налоговых доходов к текущим годовым налоговым расходам, измеряется в процентах годовых.

11. Фискальный эффект и фискальная эффективность замыкают схему

кругооборота капитала (рис. 2.2), которая выглядит следующим образом:

– предоставляемые частным инвесторам налоговые льготы на рынке ценных бумаг являются в явном виде налоговыми расходами государства;

– инвестиции частных инвесторов, направленные в корпоративный сектор посредством покупки акций и корпоративных облигаций, дают прирост долгового и долевого капитала российских корпораций;

– прирост долгового и долевого капитала российских корпораций способствует приросту прибыли и платежей по налогу на прибыль, а также налоговых платежей в совокупности;

– прирост налоговых платежей корпораций, превышающий налоговые расходы государства на предоставление налоговой льготы, и будет являться мерилom фискального эффекта и эффективности.

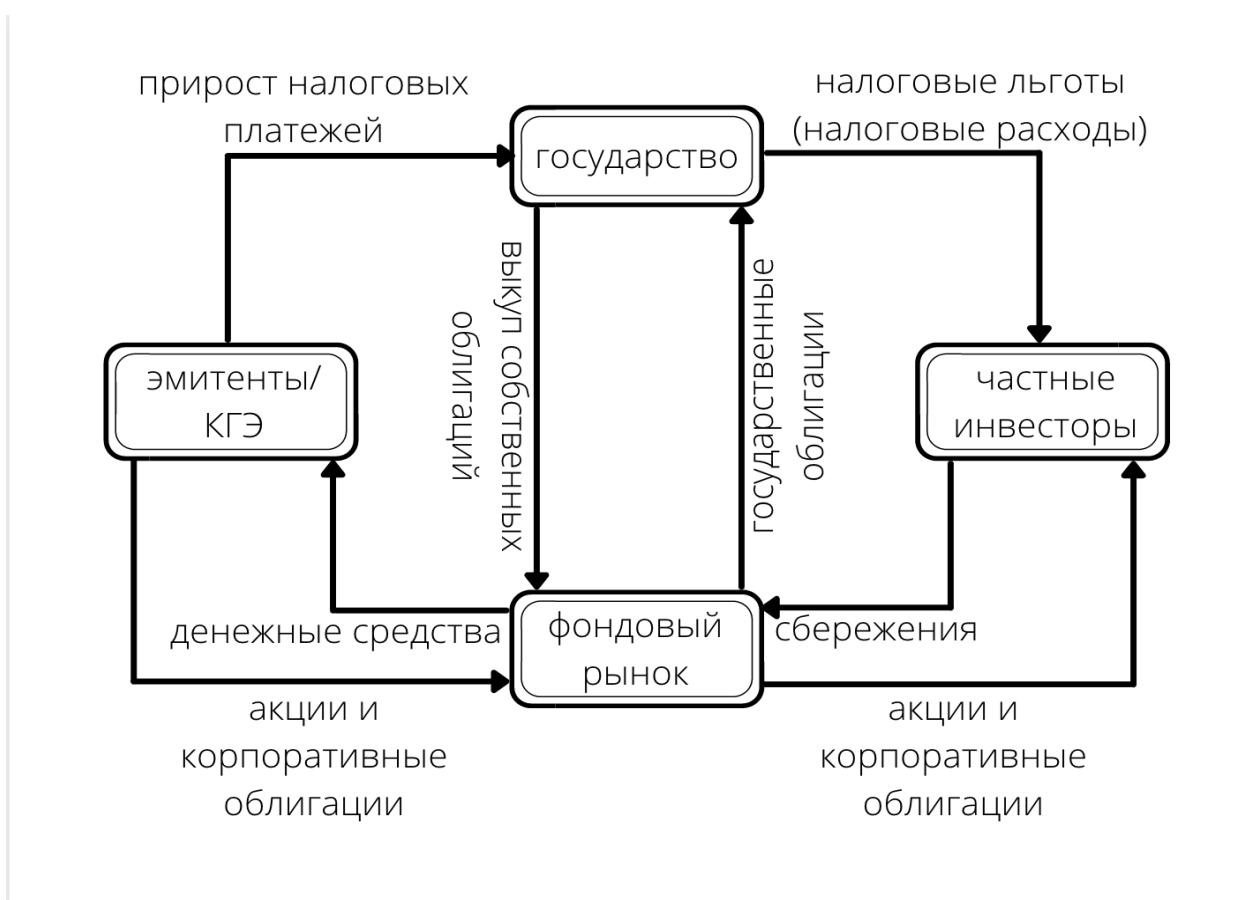


Рисунок 2.2 – Схема кругооборота капитала за счет налоговых льгот для частных инвесторов

Источник: составлено автором

Заявленный выше эффект сокращения государственного долга за счет прироста налоговых доходов бюджета в явном виде в кругообороте капитала не участвует, а является дополнительным бонусом удачного (результативного) формирования налоговых расходов.

Схема кругооборота капитала за счет налоговых льгот для частных инвесторов трактуется нами как случай частичного равновесия. В данном случае мы имеем в виду анализ влияния отдельно взятых налоговых льгот на прирост капитала и результативных показателей деятельности отдельных эмитентов ценных бумаг.

В модели Кинга-Фуллертон, упомянутой автором ранее, разработанной для анализа инвестиций индивидуальных инвесторов, учитываются единичный прирост сбережений домохозяйств, единичный прирост реальных инвестиций и поток прибыли на них. Однако Кинг и Фуллертон анализируют только инвестиции индивидуальных инвесторов и результатом своей модели заявляют расчет предельной эффективной налоговой ставки. Мы же рассматриваем инвестиции частных инвесторов, как индивидуальных, так и институциональных, и в качестве финального результата определяем прирост суммарных налоговых платежей корпораций вследствие предоставления частным инвесторам налоговых льгот на рынке ценных бумаг.

Наши комментарии относительно представленной на рис. 2.2 схемы кругооборота капитала за счет налоговых льгот для частных инвесторов состоят в следующем:

– мы не учитываем распределение налогов как в виде налоговых льгот, так и в виде прироста налоговых платежей по различным видам налогов, по уровням бюджетной системы;

– на фондовом рынке и в портфелях частных инвесторов речь, как правило, идет о ценных бумагах крупных эмитентов, входящих в консолидированные группы налогоплательщиков. Покупка частным инвестором акции или облигации по сути представляет его вклад в капитал

консолидированной группы налогоплательщиков. Поэтому в схему мы вводим аббревиатуру КГЭ, под которой понимаем консолидированную группу предприятий, в состав которой входит эмитент приобретаемых частным инвестором ценных бумаг.

12. Еще одним допущением в рамках авторской методологии является утверждение о том, что прирост капитала анализируемых корпораций / отраслей вызывает прирост их выручки, прибыли и налоговых платежей. При этом мы также настаиваем на том, что у анализируемых предприятий нет неработающих (не приносящих доход) активов.

13. Вклад частных инвесторов в капитал корпораций представляет собой вклад в пассив баланса корпорации. Исходя из равенства актива и пассива, мы приравниваем вклад в пассив к вкладу в актив как в абсолютном, так и в относительном выражении. Автором также вводится утверждение о том, что доля прироста активов корпорации вызывает прирост прибыли корпорации в аналогичном соотношении.

14. В авторскую методологию включаются следующие показатели:

– рентабельность активов как отношение прибыли к величине активов в процентах годовых;

– коэффициент налоговой нагрузки как отношение суммарных налоговых платежей корпорации к выручке в процентах годовых.

Данные показатели используются для расчета прироста суммарных налоговых платежей корпораций вследствие притока средств частных инвесторов.

15. Важным является вопрос относительно того, какие именно ценные бумаги каких эмитентов находятся в портфелях частных инвесторов. Подобной официальной информации не существует. Нам же она необходима для определения отраслевой структуры инвестиций с разбивкой по акциям / корпоративным облигациям и конкретным эмитентам. Для этой цели мы вводим в методологию фондовые индексы, отражающие средневзвешенную

цену так называемой «корзины ценных бумаг». При этом в индекс входят наиболее популярные или торгуемые ценные бумаги в целом по рынку либо по определенной отрасли / виду ценных бумаг. Для нас важны не значения индексов, а их структура или состав «корзины». Оперировав структурой индекса акций / облигаций на определенную дату, мы можем определить структуру инвестиций частных инвесторов. Подробнее смысл фондовых индексов как показателей, характеризующих среднюю цену набора ценных бумаг, их виды и особенности рассмотрены в статьях А.А. Маркова [109], К.В. Павлова [120] и других авторов. Значение фондовых индексов для развивающихся рынков отмечено в работе К.В. Павлова и В.И. Ляшенко [121], в отношении рынка облигаций – И.Н. Синигатуллина [138].

16. Снижение государственного долга в результате увеличения доходов бюджета вследствие прироста налоговых платежей корпораций (эффект E) технически может осуществляться как в виде сокращения суммы заимствований (меньшей сумме эмиссии), так и в выкупе уполномоченным государственным органом государственных облигаций на открытом рынке. Последний вариант, по мнению автора, является предпочтительным в силу своей маневренности.

17. Результатами оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг являются:

- данные об эффективности / неэффективности налоговых льгот;
- выявление «слабых» мест налоговых льгот;
- разработка рекомендаций для внесения изменений в НК РФ и иные документы;
- маневрирование налоговыми льготами, в том числе изменение их состава и величин, исходя из конкретных государственных задач.

Следует отметить, что автором разработаны рекомендации по внесению изменений в НК РФ и другие нормативные акты; они озвучены в статье «О необходимости внесения изменений в НК РФ в плане реформирования налоговых льгот для частных инвесторов» [37].

Резюмируя основные положения авторского методологического подхода, представляем его блок-схему (рис. 2.3). Отметим прямые связи между теоретическим и нормативным блоками, формирующими методический блок, который, в свою очередь, определяет блок эффектов и эффективности и далее – результативный. Разработка методического подхода (методики и алгоритмов) возможна только на основе теоретико-методологических принципов и ориентации на нормативные материалы. Использование нормативных материалов объясняется спецификой авторского исследования, состоящего в изучении налоговых льгот для частных инвесторов РФ и особенностей инвестирования, изложенных в НК РФ и других нормативных документах.

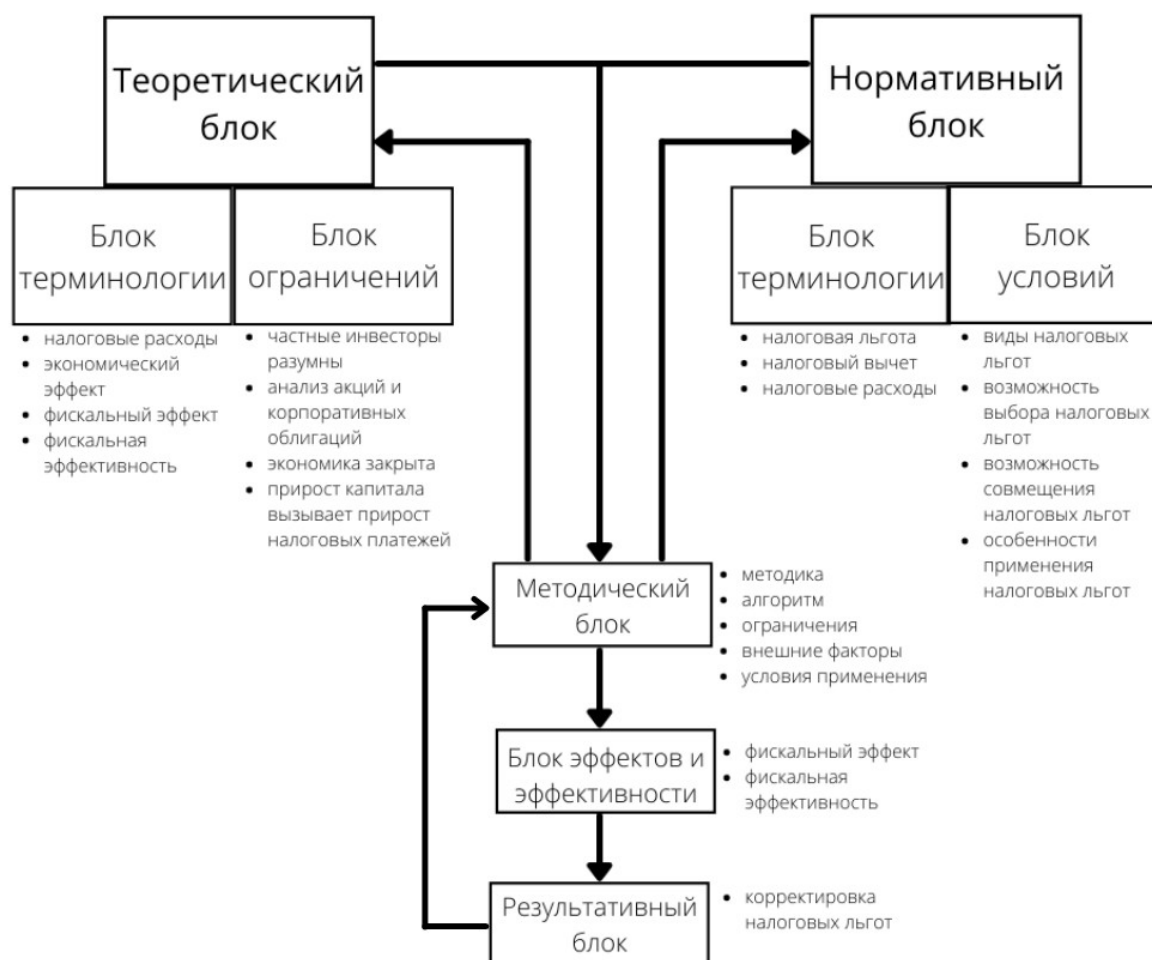


Рисунок 2.3 – Блок-схема авторского методологического подхода

Источник: составлено автором

Помимо прямых связей, в блок-схеме методологического подхода присутствуют и обратные связи: результативный блок оказывает воздействие на методический блок, а он, в свою очередь, влияет на стоящие выше теоретический и нормативный блоки. Основным результатом для формирования обратных связей дает нам именно результативный блок, определяющий в случае авторского исследования фискальные эффекты и фискальную эффективность. Имея конкретные цифры о налоговых расходах и выгодах государства, мы можем сделать выводы о корректировке методики, алгоритмов (методического подхода), некоторых теоретических основ и внесения изменений в нормативные документы.

Блок-схема авторского методологического подхода позволяет нам заявить и концептуальную модель формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы (рис. 2.4). Согласно модели, для привлечения средств частных инвесторов на рынок ценных бумаг необходимы организация инвестиционного и налогового процессов, в результате чего частные инвесторы смогут принять инвестиционные решения о приобретении тех или иных корпоративных ценных бумаг. Таким образом, необходимые условия модели могут обеспечить прирост инвестиций частных инвесторов.

В концептуальной модели формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг также заявлены эффекты А – Д, отмеченные в схеме кругооборота капитала.

В качестве критики в отношении авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов могут прозвучать следующие замечания:

1. Для анализа прироста капитала эмитентов необходимо, чтобы частные инвесторы, приходящие на рынок за счет налоговых льгот, сделали вклад во вновь формируемый капитал эмитента. Иными словами, частные инвесторы должны приобретать акции и корпоративные облигации первичных выпусков,

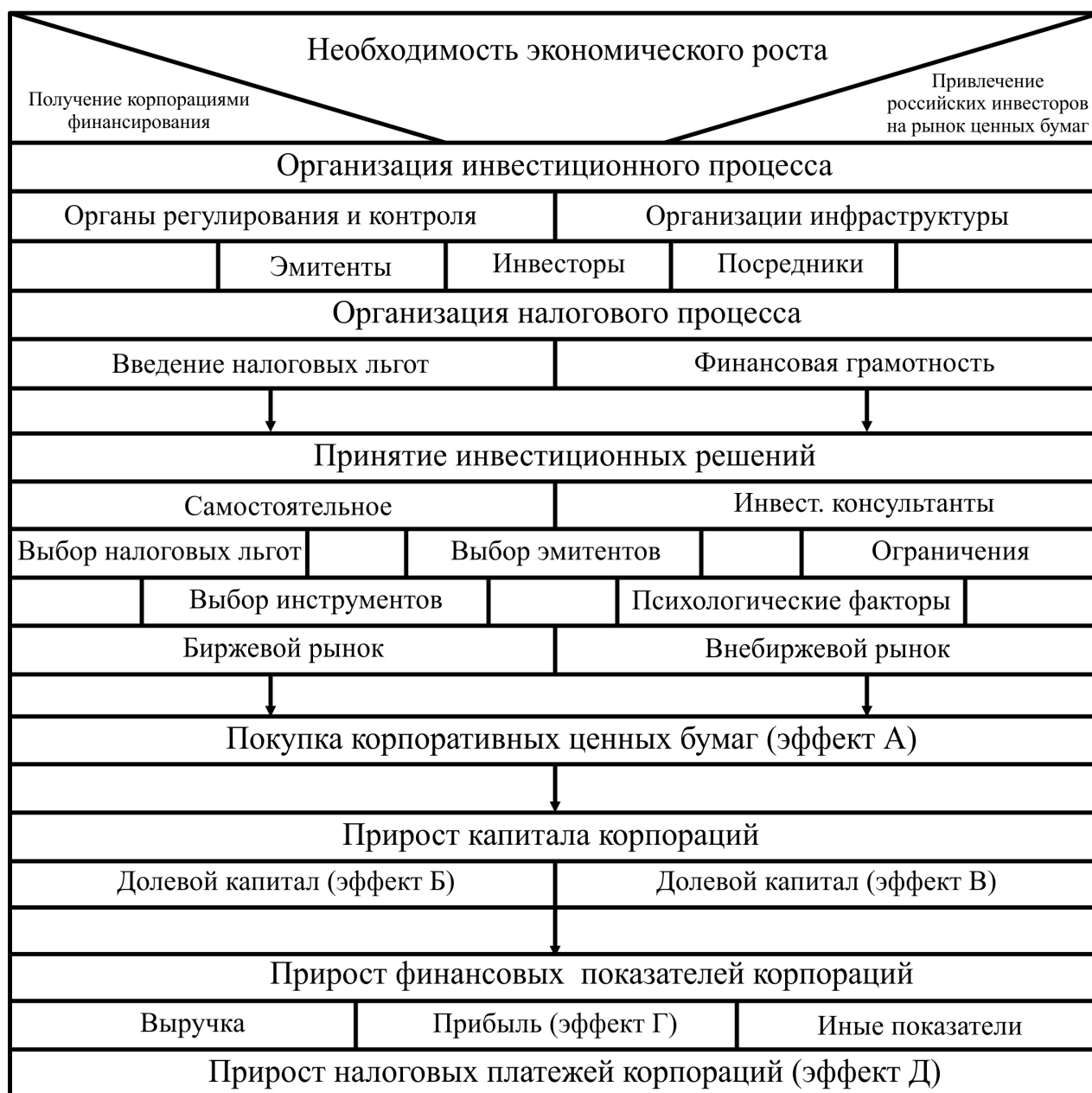


Рисунок 2.4 – Концептуальная модель формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы

Источник: составлено автором

размещаемых новых эмиссий. Однако наши частные инвесторы покупают ценные бумаги на фондовой бирже, как правило в процессе вторичных торгов, как бы передавая свой капитал не эмитенту, а другим инвесторам, продавцам.

Мы поясним. Прирост средств частных инвесторов вызывает прирост активов рынка в целом и капитала эмитентов в совокупности. Безусловно, один конкретный эмитент мог получить дополнительный капитал и без наших частных инвесторов, из другого источника. Однако в совокупности эмитенты получили приток капитала, и он неким образом распределен на рынке между ними.

2. Частные инвесторы, покупая и продавая ценные бумаги, могут не владеть ценными бумагами, входящими в фондовый индекс, длительный период времени. Это, безусловно, так. И также оговорим, что фондовые индексы или иные подобные показатели не соответствуют детально структуре портфелей ценных бумаг частных инвесторов. И мы не можем анализировать структуру портфелей частных инвесторов ежедневно. Поэтому результаты анализа будут носить все же приближенный характер. Возможно также введение неких поправочных коэффициентов, корректирующих результаты и требующих дополнительного анализа.

Личный опыт автора работы как владельца ИИС типа А и опрошенных им инвесторов говорит о том, что в рамках доминирующего типа ИИС (А) инвесторы склонны к консервативной стратегии (buy and hold). Портфели НПФ также не меняются существенно ежедневно. Поэтому анализируемые автором объекты наблюдения со значительной долей вероятности склонны к консервативному инвестированию.

Таким образом, мы пришли к следующим выводам. С позиции частного инвестора использование налоговых льгот стимулирует его к выходу на рынок ценных бумаг и позволяет увеличить доходность на вложенные средства. Со стороны государства, как уже было отмечено выше, налоговые льготы представляют собой в явном виде налоговые расходы, эффективность которых необходимо отслеживать и которыми необходимо маневрировать. С позиции эмитента налоговые льготы для инвесторов, применимые к ценным бумагам эмитента, делают ценные бумаги эмитента более привлекательными на рынке.

Базовые допущения авторской методологии состоят в следующем:

- частные инвесторы являются разумными;
- анализируются вложения инвесторов в акции и корпоративные облигации;
- экономика является закрытой, приобретение частными инвесторами иностранных ценных бумаг не допускается;
- прирост капитала анализируемых корпораций вызывает прирост выручки, прибыли и налоговых платежей;
- у анализируемых компаний нет неработающих (бездействующих) активов, т. е. любой прирост капитала корпорации вызывает прирост выручки, прибыли и налоговых платежей.

Также отметим необходимость тестирования авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг путем проведения «естественных экспериментов».

Отдельного пояснения заслуживает вопрос относительно роли государства в авторской методологии. Поскольку автором в качестве экономической теории, лежащей в основе исследования, была заявлена ТЭП, это подразумевает, в противовес кейнсианству, ослабление государственного вмешательства в экономику. Однако невмешательство государства в соотношение спроса и предложения в данном случае может подразумевать формирование государством некоей благоприятной среды для формирования капитала корпораций, в том числе и путем предоставления частным инвесторам налоговых льгот.

В данной главе мы пришли к выводам о множественности и неоднозначности экономических исследований в плане влияния налоговой политики на инвестиции. При этом как макроэкономические, так и микроэкономические исследования в целом поддерживают тезис о влиянии налоговой политики на сбережения и инвестиции. Авторская методология определения эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке

ценных бумаг базируется на ТЭП и отдельных положениях модели Кинга-Фуллертон, включает в себя концептуальную модель формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы, схему кругооборота капитала за счет налоговых льгот для частных инвесторов, имеет ряд допущений и требует тестирования на основе «естественных экспериментов».

3. АВТОРСКИЙ МЕТОДИЧЕСКИЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

3.1. Основные положения авторского методического подхода к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

В соответствии с заявленными в п. 2.3 основными положениями авторской методологии разработан авторский методический подход к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, включающий в себя методику оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и алгоритмы ее реализации.

Авторский методический подход состоит из шести этапов (рис. 3.1):

Этап 1. Анализ предоставляемых в РФ налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и выбор налоговых льгот для анализа. Выбор может осуществляться на основании различных критериев: как распространенности льгот, так и иных, например, наличия статистического материала для анализа, значения льготы с позиции государства и т. д.

Анализ налоговых льгот следует проводить отдельно для индивидуальных и институциональных инвесторов вследствие значительной разницы между данными видами инвесторов по видам уплачиваемых налогов, размеру активов, стратегиям инвестирования и иным критериям.

Этап 2. Оценка налоговых расходов государства по предоставлению частным инвесторам налоговых льгот на рынке ценных бумаг. Суммы налоговых расходов подлежат заимствованию из официальных источников либо, при невозможности данного действия, рассчитываются исследователем исходя из различных параметров активов и самих льгот. Данные этапа необходимы для выявления значения знаменателя (налоговых расходов)

формулы оценки фискальной эффективности.

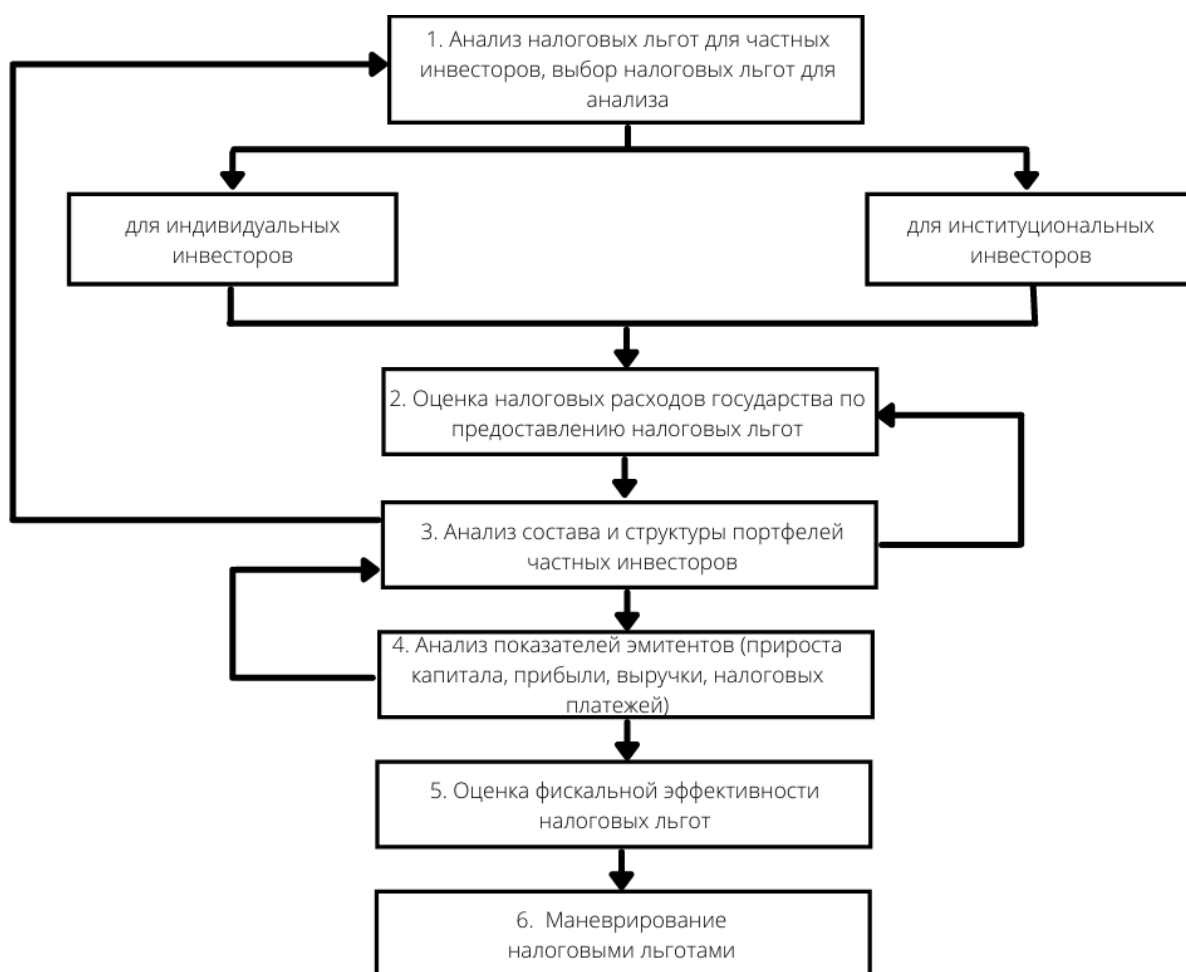


Рисунок 3.1 – Блок-схема авторского методического подхода к оценке эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Источник: составлено автором

Этап 3. Анализ состава и структуры портфелей частных инвесторов, использующих налоговые льготы на рынке ценных бумаг для инвестиций в акции и корпоративные облигации. На этом этапе используются фондовые индексы, применение которых обосновано в п. 2.3. Данный этап необходим для выбора эмитентов ценных бумаг и перехода непосредственно к анализу их деятельности.

Этап 4. Анализ показателей эмитентов, чьи акции и облигации приобрели частные инвесторы: долевого, долгового капитала и их прироста, выручки, прибыли, налоговых платежей. Показатели деятельности необходимы нам для перехода к оценке фискальных показателей.

Этап 5. Оценка фискального эффекта и фискальной эффективности предоставленных частным инвесторам налоговых льгот согласно принципам, изложенным в п. 2.3. Данные показатели являются результативными и дают материал для конкретных решений, в т. ч. по изменению налогового законодательства.

Этап 6. Маневрирование налоговыми льготами для максимизации их фискальной эффективности. Данный этап позволяет принимать решения на государственном уровне относительно изменения параметров налоговых льгот исходя из их фискальных показателей.

Блок-схема авторского методического подхода включает в себя прямые связи и обратные. Прямые связи отражают последовательное движение от анализа налоговых льгот для частных инвесторов и их выбора с учетом деления инвесторов на индивидуальных и институциональных до маневрирования налоговыми льготами. Обратные связи в блок-схеме имеют следующие значения:

– состав портфелей инвесторов влияет на выбор ими налоговых льгот (от этапа 3 к этапу 1);

– состав портфелей инвесторов также оказывает воздействие на величину предоставляемых инвесторам налоговых льгот (от этапа 3 к этапу 2);

– показатели деятельности эмитентов влияют на выбор инвесторами конкретных ценных бумаг (от этапа 4 к этапу 3).

Авторский методический подход имеет существенные отличия от зарубежных подходов к оценке влияния налогообложения на инвестиции, изложенных в п. 2.2. Квалификация подходов была проведена по ряду критериев, включая выход на макроэкономические показатели, наличие анализа

инвестиций в основные фонды корпораций, расчет прироста инвестиций корпораций, оценке фискальной эффективности и иным (рис. 3.2).

Критерий различия	Неоклассическая модель инвестиций	Коэффициент Q Тобина	Модель Кинга-Фуллертон	Модель М. Фельдштейна и Р. Руджери	Авторский подход
Микроэкономический подход	+	+	+	-	+
Выход на макроэкономические показатели	+	+	-	+	+
Анализируются инвестиции в основные фонды	+	+	+	-	+
Расчет стоимости капитала для корпорации	+	+	+	-	-
Расчет прироста инвестиций корпораций	+	+	-	-	+
Расчет прироста сбережений граждан	-	-	-	+	+
Анализ инвестиций частных инвесторов	-	-	-	+	+
Расчет фискальной эффективности	-	-	-	-	+

Рисунок 3.2 – Сравнительный анализ авторского методического подхода и зарубежных методических подходов к оценке влияния налогообложения на инвестиции

Источник: составлено автором

Далее мы формулируем авторскую методику оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, детализирующую этапы авторского методического подхода. Данная методика является составной частью авторской методологии и представляет собой совокупность технических приемов с целью уточнения знаний об изучаемом объекте [129, с. 103]. При этом авторская методика, согласно рекомендациям ряда авторов, например В.З. Баликоева [18, с. 61], охватывает все этапы

исследования, включая наблюдение и сбор первичного материала, способ и последовательность описания, характер интерпретации материала, и на практике реализует различные аспекты методологии исследования.

Авторская методика оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг в целом заявлена в работе автора [203], применительно к НПФ – в статье «О налоговых льготах для негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг и методологии оценки их эффективности» [36].

Методика оценки эффективности инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг состоит из 13 этапов, участвующих в ранее заявленном автором кругообороте капитала. По каждому из этапов методики определен его конкретный результат (рис. 3.3). Отдельно на определенных этапах конкретизированы эффекты А – Д, заявленные в авторской методологии в п. 2.3.

Итак, авторская методика оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг состоит в следующем:

Этап 1. Анализ данных о динамике льготлируемых инвестиций частных инвесторов с выделением инвестиций в акции и корпоративные облигации.

Результаты этапа:

– определение сумм сбережений / инвестиций частных инвесторов с учётом предоставленных им налоговых льгот (эффект А);

– формирование количественных данных о вкладе частных инвесторов в долевой и долговой капитал российских корпораций в целом (эффекты Б и В), безотносительно конкретных отраслей и корпораций. На данном этапе возможна фиксация трендов инвестиций частных инвесторов в долговой / долевой капитал российских корпораций, их экстраполяция и трактовка.

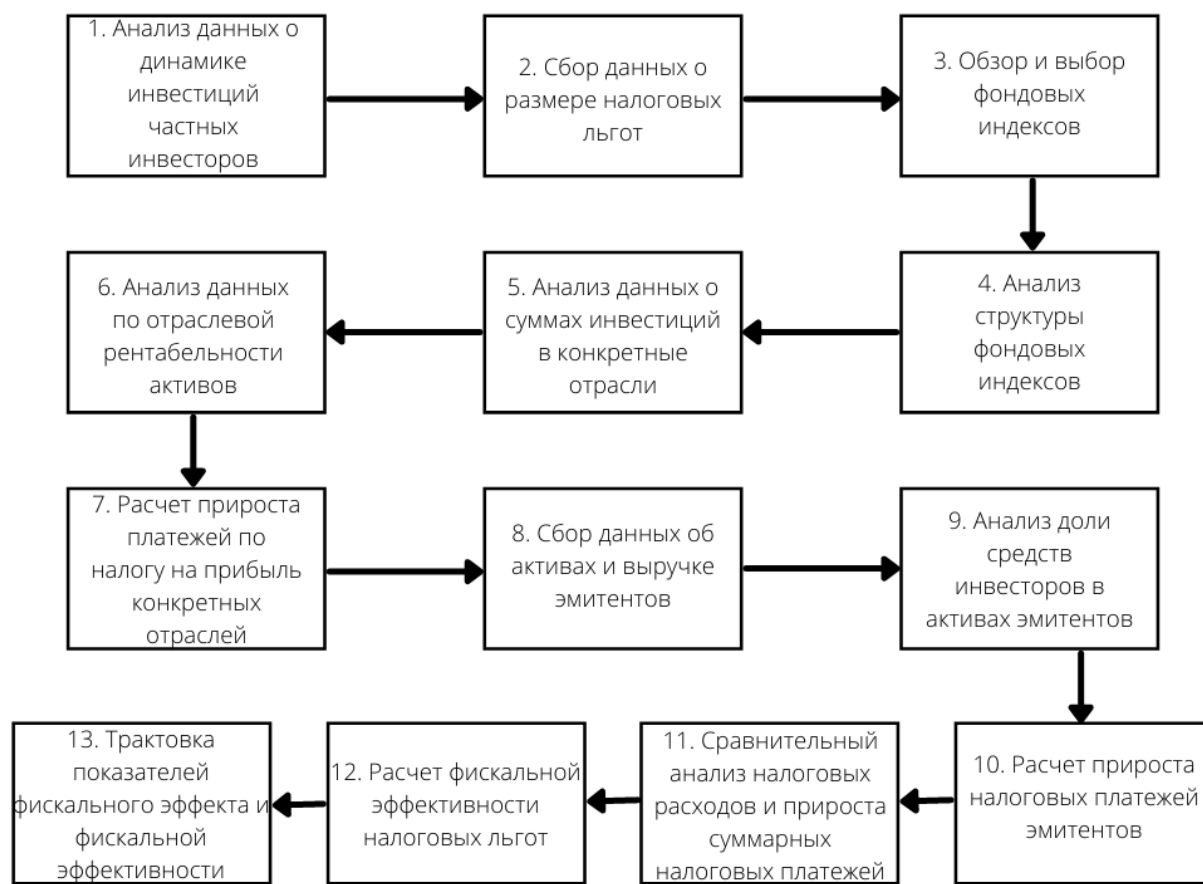


Рисунок 3.3 – Этапы авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Источник: составлено автором

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных частным инвесторам налоговых льгот (налоговых расходов) с разбивкой по видам ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций). На данном этапе возможно как использование данных налогового органа о суммах налоговых льгот для частных инвесторов, так и авторский расчет величины налоговых льгот на основе суммы активов частных инвесторов, их структуры и доходности. Результат этапа: определение величины предоставленных частным инвесторам налоговых льгот по НДФЛ / налогу на прибыль за конкретные периоды времени с разбивкой по видам ценных бумаг исходя из их долей в портфелях

инвесторов.

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей частных инвесторов. Результат этапа: выбор фондовых индексов / иных показателей, соответствующих виду инвестора (индивидуальный / институциональный), его профильным активам (акции / корпоративные облигации) и типу его инвестиционной политики.

Этап 4. Анализ структуры определенных на этапе 3 фондовых индексов с определением конкретных эмитентов ценных бумаг и их группировкой по отраслям / подотраслям. Результат этапа: определение отраслевой / подотраслевой структуры отобранных фондовых индексов на конкретные даты.

Выделение подотраслей необходимо для более точного определения рентабельности и налоговой нагрузки отдельно взятых компаний – эмитентов. Под подотраслью в данных расчетах мы понимаем вид экономической деятельности согласно ОКВЭД-2.

Этап 5. Анализ данных о суммах инвестиций частных инвесторов в конкретные отрасли / подотрасли / корпорации на основе результатов этапов 1 и 4. Результат этапа: определение инвестиций частных инвесторов в конкретные отрасли / подотрасли / корпорации, сформированных в результате предоставления частным инвесторам налоговых льгот.

Этап 6. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 5. В качестве ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов могут быть использованы данные как налогового органа, так и иных государственных структур. Результат этапа: определение суммы прироста прибыли конкретных отраслей / подотраслей / корпораций за счет средств частных инвесторов (эффект Г).

Рентабельность активов трактуется нами как соотношение сальдированного финансового результата (прибыль минус убыток) и стоимости

активов организации. Данная трактовка совпадает с трактовкой рентабельности активов ФНС России.

Этап 7. Расчет на основе результатов этапа 6 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных отраслей / подотраслей за счет средств частных инвесторов. Результат этапа: определение сумм прироста по налогу на прибыль отраслей / подотраслей за счет средств частных инвесторов (эффект Д частично).

Этап 8. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период времени. Данные об активах (пассивах) нам необходимы для выделения в их сумме доли средств частных инвесторов, привлеченных с учётом налоговых льгот. Результат этапа: формирование сводных данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ.

Этап 9. Анализ доли средств индивидуальных инвесторов с учётом налоговых льгот в активах конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ для определения прироста их выручки. Данный анализ производится на основе данных этапов 1 и 8. Результат этапа: определение прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ за счет средств частных инвесторов, сформированных за счет налоговых льгот.

Этап 10. Расчет на основе результатов этапа 9 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций / подотраслей / отраслей за счет средств частных инвесторов. Результат этапа: определение сумм прироста по налоговым платежам корпораций (конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ) / подотраслей / отраслей за счет средств частных инвесторов (эффект Д полностью).

Этап 11. Сравнительный анализ налоговых расходов по конкретной налоговой льготе и прироста суммарных налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль и по налоговым платежам в целом. Результат

этапа: расчет фискального эффекта налоговых льгот для частных инвесторов по приросту налога на прибыль корпораций и по приросту налоговых платежей в целом.

На данном этапе сравниваются следующие показатели:

– налоговые расходы по конкретной налоговой льготе для частных инвесторов и прирост по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом;

– налоговые расходы по конкретной налоговой льготе для частных инвесторов и прирост по налоговым платежам эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом.

Фискальный эффект налоговой льготы рассчитывается в двух вариантах:

– как разница между годовым приростом платежей по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом и годовыми налоговыми расходами по конкретной налоговой льготе;

– как разница между приростом годовых суммарных налоговых платежей эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом и годовыми налоговыми расходами по конкретной налоговой льготе.

Переход к этапу 12 возможен только при условии, что показатель фискального эффекта налоговой льготы является положительным. При этом этап 11 фактически замыкает кругооборот капитала, заявленный в авторской методологии п. 2.3.

Этап 12. Определение фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов. Результат этапа: расчет показателя фискальной эффективности налоговой льготы в процентах годовых. На данном этапе рассчитываются следующие показатели:

– отношение прироста годовых платежей по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов к налоговым расходам по конкретной налоговой льготе (фактически это показатель доходности налоговых расходов государства в процентах годовых);

– отношение прироста годовых суммарных налоговых платежей эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом к годовым налоговым расходам по конкретной налоговой льготе (фактически это итоговый показатель доходности налоговых расходов государства в процентах годовых).

Этап 13. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности налоговой льготы. Результаты этапа:

- выявление «слабых» мест налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг;
- разработка изменений в НК РФ и другие нормативные документы;
- маневрирование налоговыми льготами, в том числе изменение их состава и размеров, исходя из конкретных государственных задач.

Этап 13 авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг фактически является завершающим, в его рамках идет речь о принятии конкретных управленческих решений.

Результаты этапа 13 применительно к налоговым льготам для индивидуальных инвесторов по ИИС изложены в работах автора [31, 37, 38].

Финальным результатом авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг является вывод относительно эффективности / неэффективности конкретной налоговой льготы для частных инвесторов. Далее, в главе 4, этапы авторской методики подробно конкретизированы алгоритмами применительно как к индивидуальным инвесторам, так и к институциональным.

3.2. Возможности применения авторской методики оценки эффективности налоговых льгот на рынке ценных бумаг для индивидуальных и институциональных инвесторов

Применение заявленной в п. 3.1 авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов возможно и целесообразно проводить на примере как индивидуальных инвесторов, так и институциональных. Отметим, что «естественные эксперименты»²⁸, необходимость проведения которых отмечена в п. 2.3 настоящей работы, фактически проведены в РФ для обеих категорий инвесторов.

Об индивидуальных инвесторах

Если говорить об индивидуальных инвесторах, то самый яркий и распространенный пример предоставления налоговых преференций – это ИИС, запущенные в РФ в 2015 г. и имеющие достаточный статистический материал для анализа. Прочие налоговые льготы, например льгота по долгосрочному владению ценными бумагами (ЛДВ), установленная ст. 219.1 п. 1 НК РФ, ЛДВ-РИИ согласно ст. 217 п. 17.2, ст. 284.2.1 НК РФ, не дают нам достаточного материала для исследования. ЛДВ по итогам 2017, 2018 и 2019 гг. воспользовались в РФ всего 237, 528 и 612 налогоплательщиков соответственно [408–410], что не дает нам достаточной информации. По данным ФНС России за 2017–2019 гг. [408–410], граждане РФ ЛДВ-РИИ не использовали.

Действовавшая длительное время льгота для индивидуальных инвесторов по купонному доходу по государственным и муниципальным облигациям²⁹ (ст. 217 п. 25 НК РФ), а также действовавшая короткий период времени льгота по купонному доходу по корпоративным облигациям (ст. 214.1 п. 7 НК РФ) отменены с 2021 г. в соответствии с Федеральным законом от 01.04.2020 N 102-ФЗ «О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса

²⁸ Примеры лабораторных налоговых экспериментов безотносительно налоговых льгот на рынке ценных бумаг приведены в работе М.Р. Пинской и А.П. Кириенко [122].

²⁹ Российские субфедеральные и муниципальные облигации подробно проанализированы в работе автора [45].

Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации» [175].

При этом ИИС активы развиваются: растут как число открытых счетов, так и сумма активов на них. Стоимость активов физических лиц на ИИС по состоянию на 30.06.2021 составляла 453,5 млрд руб., число ИИС – 4,133 млн ед. [419]. Причины популярности ИИС, по мнению автора, состоят во введении налогообложения процентных доходов по банковским вкладам, а также в популяризации данного инструмента. В связи с вышеизложенным констатируем, что единственным информативным и широко распространенным (массовым) вариантом анализа эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов выступают ИИС.

Краткая характеристика особенностей ИИС как инвестиционного налогового вычета и их типов (А и Б) приведена в приложении Б. Согласно авторской методологии (п. 2.3), инвестиционные налоговые вычеты мы можем смело отнести к числу налоговых льгот по НДФЛ.

Идея введения ИИС была заимствована из зарубежного опыта. В ряде стран существуют счета, подобные российским ИИС. Нами, в частности, имеются в виду Individual Retirement Accounts (IRA) в США, Individual Saving Accounts (ISA) в Великобритании, Tax-Free Saving Account (TFSA) в Канаде, Superannuation в Австралии, Nippon Individual Savings Account (NISA) в Японии, Rajiv Gandhi Equity Savings Scheme (RGESS) в Индии, Korean Individual Saving Accounts (KISA) в Южной Корее. Следует также отметить, что в мировой практике подобные счета популярны в развитых странах с высоким процентом инвестиционно-активного населения. Среди развивающихся стран пионерами выступили Индия в 2012 г. и Южная Корея в 2015 г. Индия при этом в 2017 г. объявила о приостановке RGESS. В ряде стран (США, Австралия, Канада) подобные счета привязаны к пенсионному обеспечению, а в отдельных случаях (Индия) имеют ограничения по структуре инвестиций (только акции).

Резюмируя обзор российских ИИС, мы можем констатировать, что

данные счета, а отличие от некоторых западных аналогов, не имеют пенсионной направленности и ограничений по инструментам и наиболее близки к британским ISA и японским NISA. Подробнее данный вопрос рассмотрен в работах О.С. Беломытцовой [44, с. 91], И. Кривошеевой [96, с. 38–40], В.А. Зонова [85, с. 84–85]. Если говорить об американских счетах IRA, то, абстрагируясь от их пенсионной направленности и длительного срока действия, можно считать их аналогичными российским ИИС типа Б [38].

В отечественной литературе в отношении развития ИИС доминируют исследования описательного характера. Обзор инвестиционных инструментов для индивидуальных инвесторов присутствует в работе Е.М. Поповой и С.А. Руденко [127]. Виды финансовых инструментов, наиболее привлекательные для ИИС типов А или Б, представлены в статьях О.С. Беломытцовой [24, 43, 201], О.С. Тенетник [142], Н.В. Кузнецовой и Л.В. Казанцева [97], Т.В. Гончаренко и К.Н. Подгорной [68], Е.И. Балдиной и Г.А. Машенцевой [16] и ряда других авторов. Д. Карпова и С. Панова анализируют взаимосвязь между социально-демографическими характеристиками и индивидуальными инвестиционными предпочтениями по долгосрочным инвестициям на ИИС [261]. В статье Ю.А. Данилова [77] анализируется возможность применения ИИС в качестве инструмента частных пенсионных накоплений. Недостаточное изучение эффективности ИИС в российской литературе, вероятно, объясняется коротким периодом существования ИИС.

Дискуссионным является вопрос относительно состава активов индивидуальных инвесторов на ИИС. Законодательство об ИИС (Федеральный закон от 22.04.1996 N 39 – ФЗ «О рынке ценных бумаг», часть вторая НК РФ) [172, 178] не предусматривает требований к составу и структуре активов на ИИС. Тем не менее выбор инвестором тех или иных финансовых инструментов прямо следует из типа ИИС (А или Б), который, в свою очередь, определяется наличием у инвестора налогооблагаемого дохода за конкретный период.

Специфика выбора индивидуальным инвестором тех или иных

финансовых инструментов представлена в таблице 3.1.

Таблица 3.1. – Виды предпочтительных финансовых инструментов для различных типов индивидуальных инвесторов в рамках ИИС

Вид инвестиционного налогового вычета	Тип инвестора	Предпочтительные виды финансовых инструментов ³⁰	Обязательное наличие налогооблагаемого дохода
ИИС типа А	Долгосрочный Неквалифицированный Пассивный Неспекулятивный	Государственные и корпоративные облигации Паи открытых ПИФов облигаций Структурные продукты на основе облигаций	Да
ИИС типа Б	Краткосрочный Квалифицированный Активный Спекулятивный	Акции (первый и второй эшелоны) Паи открытых ПИФов акций Структурные продукты на основе акций Фьючерсы Опционы Паи ETF-фондов	Нет

Источник: составлено автором

В теории инвесторы, выбирающие инвестиционный налоговый вычет с использованием ИИС типа А, стремятся к гарантированному финансовому результату и также являются консервативными. Они, вероятнее всего, ориентированы на инструменты с фиксированной доходностью, в первую очередь – облигации. Инвестиционный налоговый вычет с использованием ИИС типа Б интересен инвесторам, нацеленным на приобретение акций, производных от них инструментов (структурных продуктов) и активную спекулятивную торговлю. Следует отметить, что прямые сделки типа «шорт» по ИИС исключены в принципе, поскольку возможность маржинального кредитования отсутствует. Однако в данном случае инвестор может занять подобную позицию, купив фьючерс на продажу какого-либо актива или

³⁰ Виды финансовых инструментов рекомендованы автором исходя из логики применения того или иного инвестиционного налогового вычета.

опцион-пут в рамках использования ИИС типа Б.

Таким образом, преобладающими финансовыми инструментами на ИИС выступают акции и облигации. На вопрос, соблюдается ли инвесторами заявленная автором в таблице 3.1 закономерность о преобладании облигаций в рамках инвестиций на ИИС типа А, мы сможем дать ответ в пятой главе.

Об институциональных инвесторах

В отношении изучения налоговых льгот для институциональных инвесторов следует отметить, что показательным примером могут выступать НПФ. Они широко распространены, являются одними из наиболее крупных инвесторов на финансовых рынках, в том числе осуществляющих инвестиции в акции и облигации. По состоянию на 30.06.2021 размер пенсионных сбережений НПФ составлял 4,5 трлн руб., на рынке действовал 41 фонд [418]. Актуальность исследованию налоговых льгот для НПФ придают также развитие пенсионной реформы и акционирование НПФ.

НПФ были выбраны нами по причине наличия очень значимых налоговых льгот при налогообложении дохода от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений. Прочие институциональные инвесторы, например страховые компании, паевые инвестиционные фонды, кредитные потребительские кооперативы, подобных особенностей налогообложения не имеют.

В научной литературе, в том числе зарубежной, вопрос о налоговых льготах для НПФ и их эффективности не рассматривается в принципе. Если же говорить об эффективности НПФ, то преобладают исследования относительно факторов, влияющих на доходность НПФ. В этой связи можно отметить статьи А. Абрамова, А. Радыгина, М. Черновой и К. Акшенцевой [2], Е.С. Лавреновой [51], О.С. Беломытцевой [32, 47]. Многими авторами анализируется эффективность управления активами фондов в плане разнообразия активов и стратегии управления. Г.П. Бринсон, Л.Р. Рандольф и Г.Л. Бибувер [209] в статье «Факторы эффективности портфеля» утверждают, что около 90 %

изменчивости доходности НПФ объясняется составом активов в их портфелях. Подобные результаты также получили У. Шарп [293], Р.Дж. Ибботсон и П. Каплан [256]. Многие экономисты считают, что доходность фондов зависит от волатильности рынка. Тем не менее некая общая точка зрения в отношении доходности НПФ такова: стратегия управления имеет меньшее влияние на доходность, нежели распределение активов. Налоговые льготы при анализе доходности НПФ игнорируются.

НПФ предоставляются официально не декларируемые, однако весьма существенные налоговые льготы по налогу на прибыль в рамках инвестирования средств граждан. При этом затраты государства (налоговые расходы) по льготированию дохода НПФ никогда не оценивались на предмет эффективности.

НПФ имеют особый порядок обложения доходов налогом на прибыль. В плане уплаты НПФ налога на прибыль имеет место следующая ситуация:

- существует налоговая льгота в размере ставки рефинансирования по доходам от пенсионных резервов (ст. 295 НК РФ);
- доход от инвестирования НПФ пенсионных накоплений освобожден от обложения налогом на прибыль в полном объеме (ст. 251 п. 1 пп. 31 НК РФ).

Подробнее классификация доходов НПФ, особенности налогообложения налогом на прибыль пенсионных резервов и пенсионных накоплений приведены в приложении В. При этом отметим, что льгота по доходам от инвестирования пенсионных накоплений является более существенной в сравнении с льготой по доходам от размещения пенсионных резервов.

Автор настоящей работы задавал себе вопрос относительно того, на каком основании льгота по налогу на прибыль по доходам от инвестирования пенсионных накоплений более значительна. Официальной точки зрения по данному вопросу не существует. Мы предполагаем, что законодатели таким образом планировали лоббирование инвестирования накопительной части пенсии на основании договоров об обязательном пенсионном страховании.

Строго говоря, ситуация с разным налогообложением доходов от инвестирования пенсионных средств в рамках государственного и негосударственного пенсионного обеспечения является несправедливой именно с позиции инвестора.

Для НПФ существуют достаточно жесткие требования по составу и структуре активов как в отношении пенсионных резервов, так и пенсионных накоплений. В отношении пенсионных резервов с 2021 г. вступили в силу изменения в Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов» [170]. Изменения максимально приближают требования по инвестированию пенсионных резервов к аналогичным требованиям по пенсионным накоплениям и призваны повысить уровень защиты прав застрахованных лиц и ограничить риски вложений фондов. Инвестирование НПФ пенсионных накоплений регламентируется Положением Банка России от 01.03.2017 N 580-П (ред. от 20.04.2020) «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование ...» [168].

Состав и структура активов пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ приведены в табличной форме в приложении Г (табл. П.Г.1) и Д (табл. П.Д.1). Таблицы П.Г.1 и П.Д.1 составлены обобщенно, по большинству статей активов Указание Банка России от 05.12.2019 № 5343-У и Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П предусматривают детализацию. Так, например, облигациям должен быть присвоен кредитный рейтинг не ниже определенного уровня, акции иностранных эмитентов должны входить в состав иностранного индекса из перечня Банка России, приобретение активов одного эмитента ограничено и т. п. В отношении долей активов также есть дополнительные ограничения, в том числе вступающие в силу в 2022–2024 гг. Обзор нормативной структуры активов пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ позволяет говорить о преобладании в составе их активов

акций и облигаций.

О льготе на долгосрочное владение ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики

ЛДВ-РИИ, упомянутая в данном параграфе ранее, имеет значительный потенциал для применения авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов. Подробно особенности применения ЛДВ-РИИ рассмотрены в приложении Е.

Введение ЛДВ-РИИ было призвано оказать стимулирующее воздействие на развитие малого и среднего предпринимательства инновационного сектора российской экономики, а конкретнее – способствовать развитию РИИ Московской биржи. Обзор РИИ Московской биржи представлен в приложении Ж. Сектор РИИ не развит вследствие жестких ограничений по включению в него ценных бумаг, в том числе и по размеру капитализации.

Отметим, что ЛДВ-РИИ практически не используется инвесторами как из-за неразвитости самого сектора РИИ, так и вследствие неоднозначности условий для получения налоговой льготы. Например, ценная бумага может перестать удовлетворять условиям для получения налоговой льготы уже в период нахождения в портфеле инвестора. Или заимствование брокером ценной бумаги у инвестора по договору займа или РЕПО может быть расценено как выбытие инструмента из владения инвестора и, соответственно, также повлечет за собой непредоставление льготы. Также следует отметить ограниченный период действия льготы (до 2022 г.) и неясные перспективы ее продления, что создает у инвесторов иллюзию непостоянства (временности). В перечень ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики для целей получения налоговой льготы по состоянию на 24.09.2021 Московской биржей включены лишь 10 ценных бумаг, среди них всего четыре акции (таблица 3.2).

Таблица 3.2. – Перечень обращающихся на Московской бирже ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики для целей получения налоговой льготы (ЛДВ-РИИ) по состоянию на 24.09.2021

Наименование эмитента	Тип ценной бумаги	ISIN	Капитализация для акций / объем выпуска для облигаций, млн руб
ПАО «Институт Стволовых Клеток Человека»	Акция обыкновенная	RU000A0JNAB6	6 641
ПАО «Фармсинтез»	Акция обыкновенная	RU000A0JR514	1 808
ПАО НПО «Наука»	Акция обыкновенная	RU000A0JRPX9	2 462
ПАО «Международный Медицинский Центр Обработки и Криохранения Биоматериалов»	Акция обыкновенная	RU000A100GC7	1 474
ООО «Хэдхантер»	Облигация биржевая	RU000A102GY7	4 000
АО «МаксимаТелеком»	Облигация биржевая	RU000A101XD8	3 000
ООО «ПРОМОМЕД ДМ»	Облигация биржевая	RU000A102LB5	1 000
АО «МаксимаТелеком»	Облигация биржевая	RU000A102DK3	2 500
ООО «Сеть дата-центров «Селектел»	Облигация биржевая	RU000A102SG9	3 000
АО ВТБ Капитал Управление активами	Пай закрытого ПИФа	RU000A1000Y0	–

Источник: таблица составлена автором на основе Перечня ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики для целей получения налоговой льготы [452]

К выводу о необходимости наличия налоговых льгот для инвесторов сектора инновационных компаний приходят многие ученые, в том числе К.А. Абрамова и М.С. Садовникова [3, с. 12], Е.И. Бирюкова [55, с. 13], С.Н. Федотов [154, с. 54]. Многие зарубежные авторы, например В. Ачария и З. Ксу [188], Дж. Браун, С. Фаззари и Б. Петерсен [210], Д. Феррейра, Г. Мансо

и А. Сильва [239], подчеркивают важность финансирования инновационных компаний на биржевых рынках. Ш. Бернштейн [205] исследует взаимосвязь между публичностью акционерного общества и его склонностью к инновациям, анализируя также процедуры IPO. Дж. Лернер, М. Соренсен и П. Стромберг [270] считают, что инвесторы рынка акций стимулируют инновации, освобождая менеджеров от краткосрочных задач.

Анализируя возможности совмещения льгот для индивидуальных инвесторов (таблица 3.3), мы приходим к выводу о возможности одновременного использования льготы по ИИС и ЛДВ-РИИ; аналогичным образом инвесторы могут сочетать ЛДВ и ЛДВ-РИИ. Подобная ситуация вносит некий хаос и запутанность в общие представления о налогообложении инвестиций индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг и на первый взгляд свидетельствует об излишнем льготировании инвестиций индивидуальных инвесторов. Однако, учитывая чрезвычайно малую распространенность ЛДВ-РИИ, можно утверждать, что на текущий момент проблемы в совмещении льгот фактически нет, возникнуть она может в дальнейшем.

Таблица 3.3. – Возможности совмещение налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг

Наименование налоговой льготы	ИИС	ЛДВ	ЛДВ-РИИ
ИИС	–	Запрет	Возможно
ЛДВ	Запрет	–	Возможно
ЛДВ-РИИ	Возможно	Возможно	–

Источник: составлено автором

ЛДВ-РИИ также может применяться инвесторами институциональными. НПФ могут совмещать льготу по налогу на прибыль по доходам от пенсионных резервов с ЛДВ-РИИ.

По мнению автора, ЛДВ-РИИ имеет значительный потенциал для применения авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов в силу необходимости развития рынка ценных бумаг инновационных компаний.

Анализ инструментов, приобретение которых возможно в рамках ИИС, а также специфика инвестирования НПФ пенсионных резервов и пенсионных накоплений позволяют утверждать, что основными инструментами в портфелях ИИС и НПФ выступают как раз необходимые нам для анализа акции и облигации.

Проведение апробации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов целесообразно проводить на примере ИИС для индивидуальных инвесторов и на примере НПФ для институциональных инвесторов, в перспективе – на статистических материалах относительно применения ЛДВ-РИИ.

Также мы можем отметить, что в российском налоговом законодательстве нет единообразной системы предоставления налоговых льгот частным инвесторам на рынке ценных бумаг. Отдельные вопросы предоставления частным инвесторам налоговых льгот в принципе игнорируются в литературе, равно как и оценка их эффективности.

3.3. Направления развития авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

Авторская методика оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов имеет значительный потенциал для развития. При этом здесь мы не имеем в виду технические моменты проведения расчетов, недостатки статистического материала и т. д., которые будут озвучены позднее, в п. 4.3.

Под направлениями развития авторской методики мы понимаем ее использование для широкого круга инвесторов и инструментов, исходя из конкретных государственных задач, а также совершенствование инструментария. Развитие авторской методики возможно в трех различных направлениях:

1. В плане применимости для других категорий льгот, в том числе неналогового характера, программ субсидирования, иных льгот.

2. Как продолжение воздействия результативных показателей авторской методики на иные государственные задачи, помимо фискальных.

3. В рамках совершенствования инструментария реализации методики.

Расширенное применение авторской методики возможно проводить для оценки фискальной эффективности субсидирования купонных платежей эмитентов корпоративных облигаций, иных неналоговых преференций, широкого круга инвесторов, инструментов внебиржевого рынка.

Отметим, что при субсидировании купонных платежей эмитенту налоговая льгота не предоставляется. Субсидирование купонных платежей по облигациям в явном виде представляет собой расходы государства, однако неналоговые. В данном случае государство предпринимает стимулирование не со стороны спроса, а со стороны предложения.

Мы приводим пример применения авторской методики в случае субсидирования купона, поскольку цель данной меры аналогична предоставлению налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и состоит в стимулировании развития рынка облигаций, формирования капитала и инвестиционной активности корпорации. Субсидирование купона носит более узкий и адресный характер в сравнении с предоставлением налоговых льгот частным инвесторам. В случае предоставления льгот эмитентам нам не нужны фондовые индексы и структура портфеля частного инвестора; анализируются только выпуски облигаций, причем конкретных эмитентов. Соответственно, авторская методика оценки эффективности

субсидирования купонных платежей эмитентов корпоративных облигаций имеет меньшее число этапов.

Неоднозначным моментом субсидирования купонных платежей для эмитента является невозможность включения субсидируемых платежей в состав расходов по налогу на прибыль организаций. Таким образом, эффект «налогового щита» («tax shield»), формируемый при эмиссии корпоративных облигаций и состоящий в снижении налоговых платежей за счет роста доли заемного капитала, минимизируется. Поэтому субсидирование купонного дохода неоднозначно. С позиции государства данная мера способствует формированию долгового капитала корпорации. Со стороны эмитента стоимость долгового финансирования существенно снижается, однако при этом возможен прирост платежей по налогу на прибыль за счет невключения в состав расходов по налогу на прибыль процентных платежей по облигациям. Для эмитента, чьи облигационные выпуски субсидируются, целесообразна разработка отдельной методики определения стоимости долгового капитала и определения эффекта «налогового щита».

В названной модификации (относительно субсидирования купонных платежей) реализация авторской методики возможна как применительно к отдельно взятому эмитенту, так и в целом по рынку корпоративных облигаций. Авторская методика в данном случае включает в себя 11 этапов и выглядит следующим образом (рисунок 3.4):

Этап 1. Анализ данных о динамике субсидируемых выпусков корпоративных облигаций по рынку в целом и по отдельно взятым корпорациям.

Результаты этапа:

– определение номинальных сумм субсидируемых облигационных выпусков всех эмитентов и отдельно взятых корпораций с выделением сектора ESG-инструментов;

– формирование количественных данных о формировании долгового

капитала российских корпораций за счет субсидирования государством купонных платежей. На данном этапе возможна фиксация трендов формирования долгового капитала российских корпораций, их экстраполяция и трактовка.

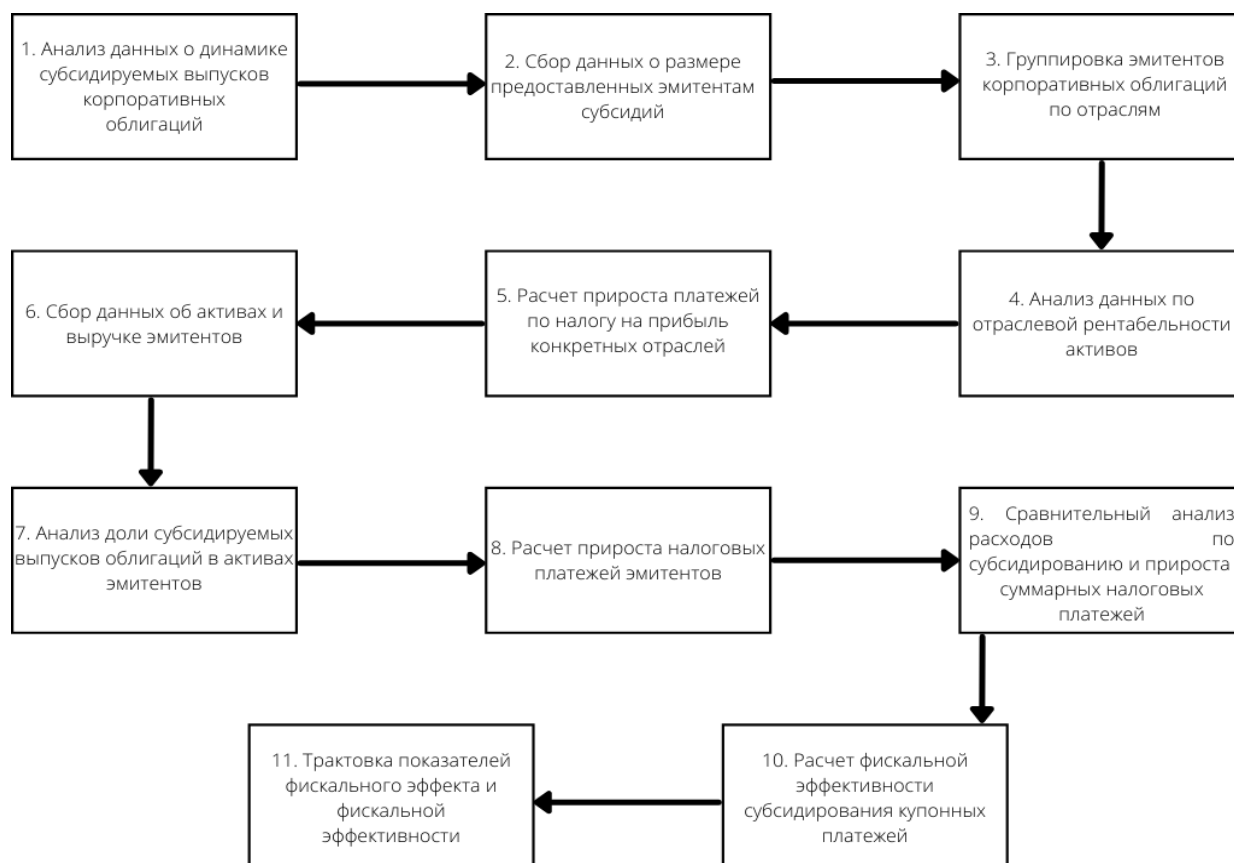


Рисунок 3.4 – Этапы авторской методики оценки эффективности субсидирования купонных платежей

Источник: составлено автором

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных эмитентам субсидий с разбивкой по инструментам (облигации субъектов малого и среднего предпринимательства, ESG-инструменты, иные инструменты; возможно применение другой обоснованной классификации).

На данном этапе возможно использовать данные Банка России, Московской биржи, а также произвести авторский расчет величины

субсидируемых купонных выплат.

Результат этапа: определение величины предоставленных корпорациям льгот по субсидированию купонного дохода за конкретные периоды времени с разбивкой по видам облигаций, эмитентам.

Этап 3. Группировка эмитентов корпоративных облигаций, купонные платежи по которым субсидируются, по отраслям / подотраслям.

Результат этапа: определение отраслевой / подотраслевой структуры эмитентов корпоративных облигаций, чьи купонные платежи подлежат субсидированию.

Выделение подотраслей необходимо в случае большого числа субсидируемых эмитентов для более точного определения рентабельности и налоговой нагрузки отдельно взятых компаний – эмитентов. В случае малого числа эмитентов в данном этапе нет необходимости.

Этап 4. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 3.

Результат этапа: определение суммы прироста прибыли конкретных отраслей / подотраслей / корпораций за счет субсидирования купонных платежей.

Этап 5. Расчет на основе результатов этапа 4 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных отраслей / подотраслей за счет субсидирования купонных платежей. Результат этапа: определение сумм прироста по налогу на прибыль отраслей / подотраслей вследствие субсидирования купонных платежей.

Этап 6. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период времени. Данные об активах (пассивах) нам необходимы для выделения в их сумме доли корпоративных облигаций, эмитированных с учётом субсидирования купонных платежей. Результат этапа: формирование сводных данных об активах и выручке конкретных эмитентов корпоративных облигаций

и КГЭ.

Этап 7. Анализ доли субсидируемых выпусков облигаций в активах конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ для определения прироста их выручки. Данный анализ производится на основе данных этапов 1 и 6. Результат этапа: определение прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ за счет субсидирования купонных платежей.

Этап 8. Расчет на основе результатов этапа 7 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций / подотраслей / отраслей вследствие субсидирования купонных платежей. Результат этапа: определение сумм прироста по налоговым платежам эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ / подотраслей / отраслей за счет субсидирования купонных платежей.

Этап 9. Сравнительный анализ расходов по субсидированию купонных платежей и прироста суммарных налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль и по налоговым платежам в целом. Результат этапа: расчет фискального эффекта субсидирования купонных платежей по приросту налога на прибыль корпораций и по приросту налоговых платежей в целом.

На данном этапе сравниваются следующие показатели:

– расходы по субсидированию купонных платежей и прирост по налогу на прибыль эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей в целом;

– расходы по субсидированию купонных платежей и прирост по налоговым платежам эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей в целом.

Фискальный эффект налоговой льготы рассчитывается в двух вариантах:

– как разница между годовым приростом платежей по налогу на прибыль эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей и годовыми налоговыми расходами по субсидированию купонных

платежей;

– как разница между приростом годовых суммарных налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей в целом и годовыми расходами по субсидированию купонных платежей.

Переход к этапу 10 возможен только при условии, что показатель фискального эффекта налоговой льготы является положительным. При этом этап 9 фактически замыкает кругооборот капитала, заявленный в авторской методологии (п. 2.3).

Этап 10. Определение фискальной эффективности субсидирования купонных платежей. Результат этапа: расчет показателя фискальной эффективности субсидирования купонных платежей в процентах годовых. На данном этапе рассчитываются следующие показатели:

– отношение прироста годовых платежей по налогу на прибыль эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей к расходам по субсидированию купонных платежей (фактически это показатель доходности расходов государства в % годовых);

– отношение прироста годовых суммарных налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций / КГЭ за счет субсидирования купонных платежей в целом к годовым расходам по субсидированию купонных платежей (фактически это итоговый показатель доходности расходов государства в % годовых).

Этап 11. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности субсидирования купонных платежей. Результаты этапа:

– выявление «слабых» мест субсидирования купонных платежей эмитентов рынка корпоративных облигаций;

– разработка изменений в нормативные документы, регламентирующие субсидирование купонных платежей ;

– маневрирование субсидирования купонными платежами эмитентов

рынка корпоративных облигаций исходя из конкретных государственных задач.

Считаем, что в настоящее время применение модифицированной авторской методики для оценки эффективности субсидирования купонных платежей российских корпораций не является целесообразным в силу малых объемов субсидирования, названных в п. 1.3. Однако в ближайшем будущем, по мере развития программ доступности финансовых ресурсов в рамках федеральных проектов или иных программ, а также роста сектора ESG-инструментов, данная методика будет полезна для целей отслеживания эффективности расходования бюджетных средств.

Также возможно дополнить заявленную авторскую методику оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов двумя дополнительными этапами (этап 14 и этап 15) в плане анализа возможностей сокращения государственного долга Российской Федерации за счет фискального эффекта налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг (рисунок 3.5):

Этап 14. Сбор данных о размере государственного долга РФ на конкретные даты. Результат этапа: определение величины государственного долга на конкретные даты, в том числе облигационного, который предпочтителен в плане управления.

Этап 15. Анализ возможностей сокращения государственного долга РФ за счет фискального эффекта налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг. Результат этапа: расчет величины государственного долга в абсолютном и в относительном выражении, равного приросту налоговых платежей эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств частных инвесторов в целом (эффект E).

Этапы 14 и 15 заявлены в рамках авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг для целей развития методики в дальнейшем; они не будут фигурировать в алгоритмах, раскрывающих авторскую методику.

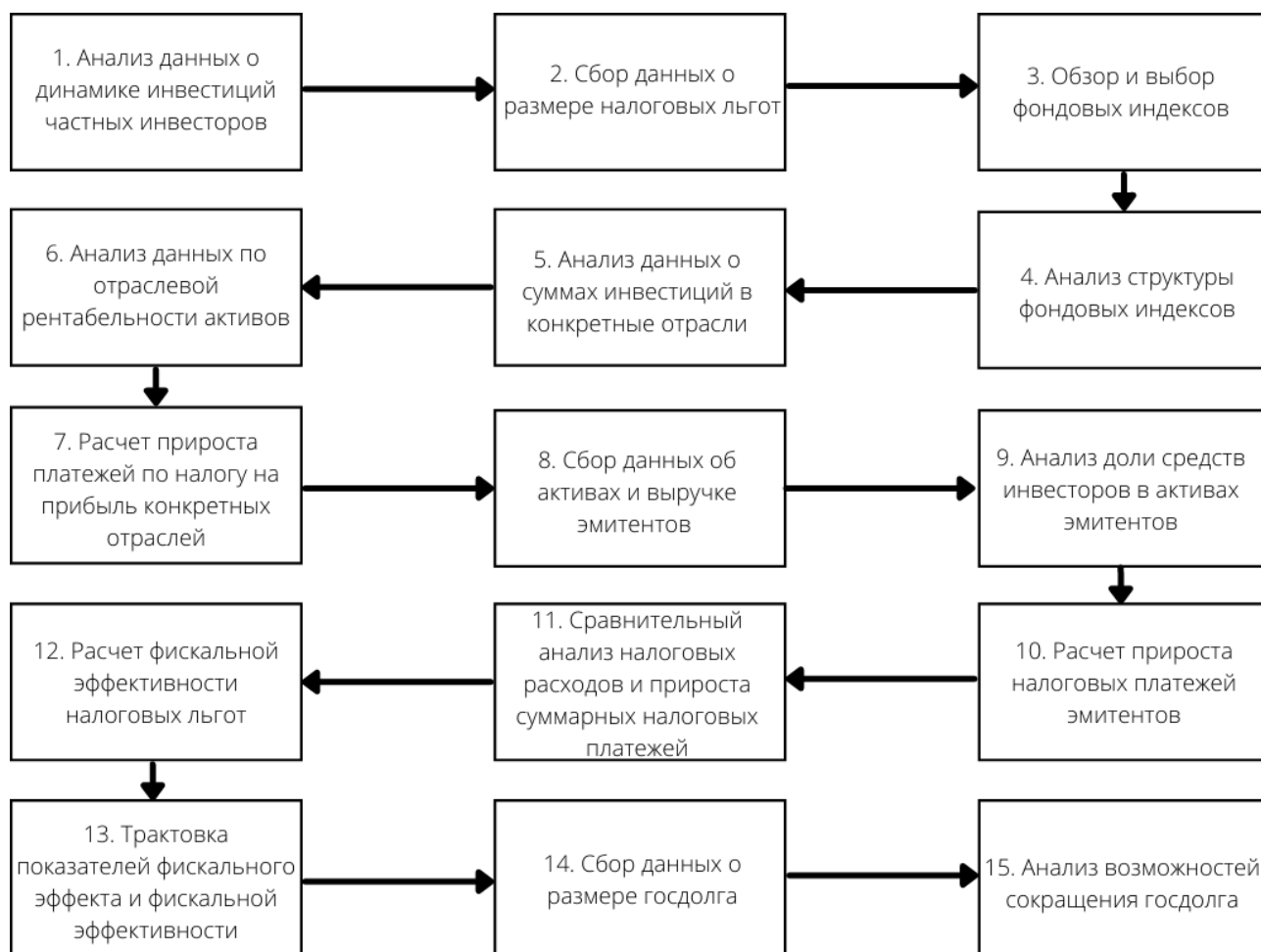


Рисунок 3.5 – Этапы авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов с учётом влияния на государственный долг

Источник: составлено автором

В плане совершенствования инструментария реализации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов перед нами стоит интересная задача: через вклад частных инвесторов в долговой и долевым капитал корпораций определить прирост по налоговым платежам эмитентов, чьи ценные бумаги приобрели инвесторы. По платежам по налогу на прибыль эта задача относительно легко решается (этапы 6 и 7 авторской методики и алгоритма) через показатель отраслевой рентабельности активов. Имея данные о сумме пассивов и, соответственно, активов эмитента и показатель рентабельности активов, мы можем рассчитать показатель прибыли,

генерируемый процентным приростом капитала, и таким образом выйти на прирост налоговых платежей по налогу на прибыль. Также в данном случае возможно использовать показатели рентабельности собственного капитала (ROE, Return on Equity) и рентабельности заемного капитала (ROD, Return on Debt) конкретных эмитентов. При этом показатель ROE является достаточно широко распространенным и в финансовой отчетности эмитентов раскрывается, а ROD крайне редко упоминается и не раскрывается. Потенциально рентабельность собственного капитала и, соответственно, эффективность оценки налоговых льгот для частных инвесторов, приобретающих акции, проанализировать гораздо проще. Рентабельность заемного капитала и оценку налоговых льгот для владельцев облигаций рассматривать сложнее.

Также мы предвидим, что тезис относительно того, что прирост капитала вызывает прирост прибыли, выручки и налоговых платежей корпораций, вызовет вопросы. Отметим, что данный тезис прямо не декларируется, однако в явном виде подразумевается при оценке налоговых льгот. Так, как было ранее отмечено в п. 2.3, под фискальным эффектом налоговой льготы в литературе понимается прирост последующих налоговых доходов над текущими налоговыми расходами. В классическом случае при этом имеется в виду отдельно взятый налогоплательщик. Предоставляя налогоплательщику налоговую льготу, государство несет налоговые расходы и предоставляет в его распоряжение капитал, формирующий прирост финансовых показателей и налоговых платежей. Таким образом, наш тезис подтверждается общепринятой точкой зрения об оценке отдельно взятой налоговой льготы по приросту налоговых платежей налогоплательщика.

При проведении факторного анализа прибыли и выручки как результативных показателей деятельности компании большинством авторов отдается предпочтение именно анализу прибыли. Факторный анализ прибыли в литературе, как правило, учитывает внутренние факторы ее прироста. Так,

А.Д. Шеремет и Е.А. Козельцева определяют следующие факторы, оказывающие влияние на прибыль: изменение отпускных цен на продукцию, изменение цен на материалы, тарифов на энергию и перевозки, тарифных ставок (окладов) оплаты труда, нарушение хозяйственной дисциплины и иные [163, с. 82]. Н.В. Некрылова определяет четыре фактора, влияющих на прибыль от продаж: объем продаж, структуру реализации, затраты и цену [113, с. 34]. Н.Н. Селезнева и А.Ф. Ионова формулируют факторы изменения прибыли как факторы первой группы (изменения объемов реализации и продукции) и второй группы как экономию и изменения издержек [135, с. 318].

Внешним факторам, влияющим на прибыль предприятия, в частности – приросту капитала корпорации, внимание в литературе не уделяется. Исключением является модель Дюпона, используемая для оценки составных частей ROE (рисунок 3.6). Модель Дюпона позволяет инвестору определить, какой фактор в большей степени способствует изменению рентабельности собственного капитала. Наиболее полно модель Дюпона изложена в работах Л.В. Донцовой и Н.А. Никифоровой [80], Н.Н. Селезневой и А.Ф. Ионовой [135]. Согласно модели Дюпона, рентабельность собственного капитала обеспечивается рентабельностью продаж, оборачиваемостью активов и эффектом финансового рычага. Таким образом, в модели Дюпона мы в явном виде находим подтверждение нашей точки зрения о влиянии дополнительного капитала на показатели деятельности компании.

Однако при определении прироста суммарной налоговой нагрузки эмитентов ценных бумаг, чьи ценные бумаги приобрели инвесторы, возникают сложности. Поскольку официальные и доступные показатели налоговой нагрузки подразумевают отношение суммарных налоговых платежей к выручке, нам необходима величина вклада частных инвесторов именно в выручку корпораций. Показатели налоговой нагрузки относительно капитала налогоплательщиков как в литературе, так и в составе статистической информации отсутствуют.

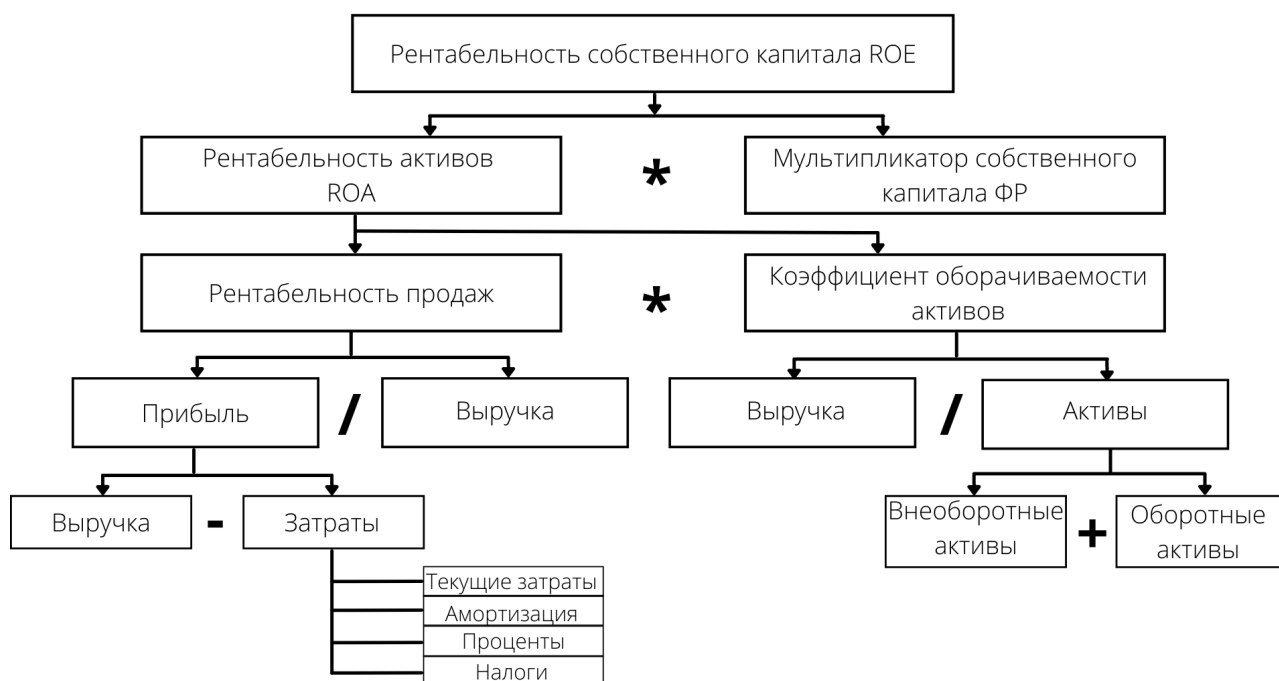


Рисунок 3.6 – Модель Дюпона

Источник: составлено автором

Нами определено три варианта решения вышеназванной задачи:

А. Приравнивание прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ к процентному значению прироста долевого / долгового капитала корпорации. Данный вариант является реальным в плане реализации. При этом дискуссионным является вопрос относительно того, оказывает ли прирост капитала мультипликативное влияние на прирост прибыли, выручки, налоговых платежей корпораций. В рамках рассматриваемого варианта возможно также введение поправочных коэффициентов.

Б. Проведение факторного анализа прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ, в том числе за счет прироста долевого / долгового капитала за счет средств индивидуальных инвесторов. Для проведения подобного анализа нам необходимо определить внешние факторы, помимо прироста капитала, оказывающие влияние на прирост выручки корпораций. К ним возможно отнести соотношение собственного капитала и заемного, колебания валютных курсов при наличии экспортируемых / импортируемых товаров, а

также иные факторы по усмотрению исследователя. С одной стороны, учет прочих факторов в приросте выручки корпорации снизит значение прироста капитала. С другой стороны, мультипликативный эффект прироста капитала мы тоже не можем исключать.

В. Использование финансовых мультипликаторов. Мультипликаторы представляют собой производные финансовые показатели, по которым инвесторы оценивают инвестиционную привлекательность бизнеса независимо от его масштаба. В основном мультипликаторы используются инвесторами в сравнительном инвестиционном анализе. Основные финансовые мультипликаторы (мультипликаторы прибыли, балансовой стоимости и выручки) приведены в таблице 3.4. Мультипликаторы прибыли и выручки относятся нами к числу интервальных, величины которых формируются в течение определенного периода. Мультипликаторы балансовой стоимости являются моментными, поскольку для их расчета используется информация строго на конкретную дату. Среди мультипликаторов нас в первую очередь интересуют два интервальных: P/E и P/S.

Мультипликатор P/E (Price to Earnings) показывает отношение цены акции к чистой прибыли на акцию. Знаменатель данного показателя E (он же EPS, Earnings per Share) раскрывается корпорациями в отчетности по МСФО. Поэтому возможно, исходя из средневзвешенной годовой цены акции, рассчитать число приобретенных частными инвесторами с учётом налоговых льгот акций, показатель суммарной чистой прибыли, формируемый данным числом акций, и через него, учитывая долю затрат в выручке, в итоге получить показатель выручки.

Мультипликатор P/S (Price to Sales), или отношение капитализации компании к ее выручке, позволяет нам при его известном (прогнозируемом, аналогичном) значении и наличии биржевой цены определить значение S (выручки).

Таблица 3.4. – Основные финансовые мультипликаторы

Мультипликаторы прибыли		
Обозначение	Формула расчета	Комментарий
P/E	Рыночная цена акции / прибыль на акцию	Определяет срок окупаемости акции; рассчитывается также по капитализации в целом
PEG	P/E / ожидаемые темпы роста	Показатель относительной стоимости компании
EV/EBITDA	Справедливая стоимость компании с учётом долговой нагрузки и денежных средств на её погашение / прибыль компании до выплаты процентов, налогов и амортизации	Показывает, сколько прибыли до уплаты процентов, налогов и амортизации должна заработать компания, чтобы окупить реальную рыночную цену компании
Мультипликаторы балансовой стоимости		
P/BV	Рыночная цена акции / текущая балансовая стоимость собственного капитала на акцию	Демонстрирует, сколько стоит на рынке один рубль акционерной (балансовой) стоимости компании
Q Тобина	Рыночная стоимость установленных активов / стоимость замещения установленных активов	Не распространен, имеет сложности расчета
Мультипликаторы выручки		
P/S	Рыночная стоимость собственного капитала / годовая выручка компании	Альтернативные названия: «цена / объем продаж», «капитализация / выручка»
–	Стоимость операционных активов / выручка компании	Альтернативное название: «стоимость предприятия / объем продаж»

Источник: таблица составлена автором на основе источников [62, 75] и интернет-источников [313, 314]

Согласно А. Дамодарану [75], мультипликаторы, в том числе и мультипликаторы прибыли и выручки, можно измерять относительно значений прибыли и выручки за следующий год. Очевидно, что мультипликаторы прибыли и выручки оценить проще в ситуации, когда темпы роста выровнены, а характеристики роста компании стабильны. Таким образом, при анализе мультипликаторов возможно вычислить будущие значения прибыли и выручки и, соответственно, будущие налоговые платежи корпораций.

Рассмотрение некоторых технических моментов реализации авторской

методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг подсказало нам еще один возможный вариант решения задачи. Он состоит во введении нового налогового показателя, характеризующего налоговую нагрузку, – коэффициента налоговой нагрузки капитала. Данный показатель может быть рассчитан как отношение годовых налоговых платежей корпорации (налогоплательщика) к сумме его капитала, средней или средневзвешенной. Подобный коэффициент может быть рассчитан исследователем отдельно по каждой корпорации. Также при решении задачи оценки фискального эффекта и эффективности налоговых льгот для частных инвесторов государство может обязать крупные корпорации (лидеров среди эмитентов ценных бумаг) к обязательному раскрытию данного показателя в числе прочих. Существование подобного показателя значительно облегчит нашу задачу определения прироста налоговых платежей вследствие прироста капитала.

Также отметим, что в авторской методике анализируются среднеотраслевые показатели рентабельности активов и налоговой нагрузки. Для более точных расчетов в перспективе возможно использование показателей рентабельности и налоговой нагрузки по отдельно взятым корпорациям.

Констатируем, что авторская методика оценки эффективности инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг имеет конкретные направления для развития. В свете развития «зеленых» инструментов рынка ценных бумаг и поддержки их выпуска государством весьма актуально применение авторской методики в ином аспекте – для оценки эффективности субсидирования купонных платежей с позиции государства. Также немаловажно применение авторской методики в ее изначальном понимании (для оценки фискальной эффективности налоговых расходов государства по предоставлению частным инвесторам налоговых льгот), однако в расширенной трактовке с точки зрения сокращения государственного долга. Нам представляется актуальным развитие авторской методики и использование в ее

содержании финансовых мультипликаторов P/E и P/S, рассчитанных в том числе на основе будущей прибыли корпораций. Также перспективным представляется изучение, расчет и введение в авторскую методику коэффициента налоговой нагрузки капитала.

Таким образом, базовые положения и допущения авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг закреплены в авторском методическом подходе, включающем авторскую методику. Проведение апробации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов целесообразно проводить на примере ИИС для индивидуальных инвесторов и на примере НПФ для институциональных инвесторов, в дальнейшем – на основе применения ЛДВ-РИИ или ее аналогов. Авторская методика оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг подразумевает направления для развития, в т. ч. использование для оценки фискальной эффективности субсидирования купонного дохода и решения иных задач.

4. АЛГОРИТМЫ И ИНСТРУМЕНТАРИЙ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

4.1. Алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг

Применение заявленной в п. 3.1 авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере индивидуальных инвесторов имеет некоторые инструментальные особенности. При этом под налоговыми льготами на рынке ценных бумаг для индивидуальных инвесторов мы будем понимать инвестиционные налоговые вычеты с использованием ИИС. Возможность и обоснованность их использования для апробации авторской методики заявлены в п. 3.2. В рамках алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере ИИС по каждому этапу нами будут определены источники данных, объекты и период наблюдения, необходимые действия исследователя, результаты этапа, а также возможные сложности при сборе информации и проведении расчетов. При этом источники данных могут быть различны и включать как официальные данные государственных органов, прочих органов, так и данные интернет-сайтов. В качестве государственных органов, предоставляющих данные для авторского алгоритма расчета оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере ИИС, могут выступать Банк России, ФНС России; в качестве прочих органов – Московская биржа, НАУФОР. Проведение этапов 1, 2, 4–12 предпочтительно в программе Microsoft Excel в силу ее простоты и обширности функций. Для этапов 3 и 13 данная программа не является необходимой.

Итак, алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для

индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере ИИС состоит в следующем:

Этап 1. Анализ данных о динамике инвестиций индивидуальных инвесторов в рамках ИИС с выделением инвестиций в акции и корпоративные облигации. Предпочтителен как минимум пятилетний интервал и квартальные данные.

Источники данных:

– квартальные данные Банка России («Основные показатели деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг» и «Статистические данные к обзору ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг») на сайте Банка России (www.cbr.ru) в разделе Финансовые рынки / Рынок ценных бумаг / Статистика);

– данные НАУФОР об активности граждан на фондовом рынке (имеют разные наименования, размещаются на сайте www.naufor.ru в разделе Информационные материалы / О рынке);

– данные Московской биржи («Отчеты по ИИС» на сайте www.moex.com в разделе Фондовый рынок / Инфографика или в иных разделах);

– данные Московской биржи по капитализации эмитентов / КГЭ, чьи акции и облигации приобрели инвесторы («Рыночная капитализация» на сайте www.moex.com в разделе Листинг / Количественные показатели);

– данные Банка России об объемах эмиссии выпущенных долговых ценных бумаг («Выпущенные на внутреннем рынке долговые ценные бумаги» на сайте Банка России (www.cbr.ru) в разделе Документы и данные/ Статистика / Наборы статистических данных / Макроэкономическая статистика / Статистика по ценным бумагам).

Объекты наблюдения: ИИС индивидуальных инвесторов.

Период наблюдения: 5 лет поквартально.

Необходимые действия: сбор квартальных данных об общей сумме активов ИИС с выделением сумм активов, вложенных в акции и корпоративные

облигации. Выделение сумм активов, вложенных в акции и корпоративные облигации, осуществляется как в абсолютном выражении, так и в процентном.

Результаты этапа:

- определение сумм инвестиций индивидуальных инвесторов с использованием ИИС (эффект А);
- формирование количественных данных о вкладе индивидуальных инвесторов в долевой капитал российских корпораций в целом (эффект Б);
- формирование количественных данных о вкладе индивидуальных инвесторов в долговой капитал российских корпораций в целом (эффект В);
- определение трендов инвестиций индивидуальных инвесторов в долговой / долевой капитал российских корпораций, их экстраполяция и трактовка.

Сложности этапа: Банк России предоставляет полную квартальную статистику по интересующему нас вопросу только начиная с 2017 г. До этого момента данные об активах ИИС идентичны, а о структуре ИИС противоречивы, поэтому в данных о структуре активов ИИС мы взяли за основу данные Московской биржи.

Автором намеренно не используются данные о количестве ИИС в силу их малой информативности вследствие наличия огромного числа «пустых» ИИС [38].

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных индивидуальным инвесторам налоговых льгот с разбивкой по видам ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Источники данных:

- статистические данные ФНС России о декларировании доходов физическими лицами на сайте www.nalog.gov.ru в разделе Деятельность / Статистика и аналитика / Данные по формам статистической налоговой отчетности / Отчеты по НДФЛ / О декларировании доходов физическими лицами, раздел II «Результаты проведенных в отчетном периоде камеральных

налоговых проверок налоговых деклараций формы 3-НДФЛ»;

- ст. 224 НК РФ (налоговые ставки по НДФЛ);
- результаты этапа 1.

Объекты наблюдения: НДФЛ индивидуальных инвесторов в части инвестиционных налоговых вычетов по ИИС.

Период наблюдения: возможен только начиная с 2017 г. Основание: ИИС были запущены в 2015 г., минимальный срок действия ИИС – 3 года, впервые вычеты по ИИС были задекларированы в 2017 г.

В разделе II «Результаты проведенных в отчетном периоде камеральных налоговых проверок налоговых деклараций формы 3-НДФЛ» данные о налоговых вычетах по ИИС предоставляются в разных формах: по ИИС типа А в сумме денежных средств, внесенных налогоплательщиком в налоговом периоде на ИИС, а по ИИС типа Б – в общей сумме предоставленных инвестиционных налоговых вычетов, принимаемой к вычету по совокупности совершенных операций. Наша задача: привести налоговые вычеты по ИИС типов А и Б к универсальному формату в виде суммы самого налогового вычета по ИИС. Поэтому сам расчет фактически предоставленной налоговой льготы по ИИС имеет особенности. Необходимые действия:

- заимствование данных из строки из 2101 о предоставленных инвестиционных налоговых вычетах в сумме денежных средств, внесенных налогоплательщиком в налоговом периоде на ИИС типа А (строка 1);
- умножение строки 1 на ставку НДФЛ 13 % (строка 2);
- заимствование данных из строки из 2105 о предоставленных инвестиционных налоговых вычетах, принимаемых к вычету по совокупности операций, по ИИС типа Б (строка 3);
- умножение строки 3 на ставку НДФЛ 13 % (строка 4);
- сложение строк 2 и 4 (строка 5). Строка 5 фактически и дает нам суммарный налоговый вычет по ИИС типов А и Б в сумме возмещенного / неуплаченного НДФЛ;

- умножение строки 5 на долю акций в активах ИИС (строка 6);
- умножение строки 5 на долю корпоративных облигаций в активах ИИС (строка 7).

Результат этапа: определение величины предоставленных индивидуальным инвесторам налоговых льгот по НДФЛ в рамках ИИС с разбивкой по видам ценных бумаг исходя из их долей в портфелях инвесторов.

Сложности этапа: задержка получения данных, вызванная объективными причинами. Данные о декларировании доходов физическими лицами размещаются в открытом доступе не ранее 1 года и 2 месяцев с момента окончания отчетного периода. Это объясняется тем, что декларационная компания по НДФЛ идет в течение года, следующего за отчетным. Иными словами, мы получаем доступ к данным по декларированию НДФЛ за 2019 г. не ранее конца февраля 2021 г.

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей индивидуальных инвесторов.

Источники данных: российские фондовые биржи, организующие торги ценными бумагами российских эмитентов.

Объекты наблюдения: фондовые индексы, соответствующие виду инвестора и профилю его инвестирования, и иные подобные показатели, характеризующие структуру модельного портфеля индивидуального инвестора.

Даты наблюдения: конкретные даты исходя из данных этапа 1.

Необходимые действия: обзор фондовых индексов и иных подобных показателей и аргументированный выбор 2 наиболее подходящих – для анализа вложений в акции и в корпоративные облигации.

Результат этапа: выбор 2 фондовых индексов / иных показателей, соответствующих виду инвестора (индивидуальный), его профильным активам (акции / корпоративные облигации) и типу его инвестиционной политики.

Сложности этапа: отсутствуют.

Лидером российского рынка в плане организованных торгов ценными

бумагами и распространенности / известности фондовых индексов выступает Московская биржа. Санкт-Петербургская биржа также занимает достаточно сильные позиции на рынке, однако специализируется на торгах ценными бумагами иностранных эмитентов.

На Московской бирже существует семейство индексов [390], основными из которых являются индексы акций:

- индекс МосБиржи ИМОЕХ, состоящий из 43 акций;
- индекс широкого рынка МОЕХВМІ, в состав которого входят 100 акций;
- индекс голубых фишек МОЕХВС, включающий 15 акций.

Также Московской биржей ежемесячно рассчитывается «Портфель частного инвестора» [453], характеризующий структуру вложений физических лиц в акции. В плане показателя, характеризующего рынок корпоративных облигаций, на Московской бирже существует только индекс корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR.

Этап 4. Анализ структуры определенных на этапе 3 фондовых индексов с определением конкретных эмитентов ценных бумаг и их группировкой по отраслям / подотраслям.

Источники данных: российские фондовые биржи, организующие торги ценными бумагами российских эмитентов.

Объекты наблюдения: 2 фондовых индекса или иных подобных показателя, определенных на этапе 3 и характеризующих структуру модельного портфеля индивидуального инвестора.

Даты наблюдения: конкретные даты исходя из данных этапа 1.

Необходимые действия:

- разложение базы расчета индекса / иного показателя по эмитентам ценных бумаг;
- изучение видов деятельности эмитентов и их ОКВЭД;
- выбор для каждого эмитента подотрасли и отрасли;

– группировка эмитентов по отраслям.

Результат этапа – определение отраслевой / подотраслевой структуры двух фондовых индексов / иных показателей, характеризующих структуру вложений индивидуальных инвесторов на конкретные даты.

Сложности этапа: значительная трудоемкость. Фондовые индексы могут включать значительное число ценных бумаг, более 100, обработка структуры фондового индекса / иного показателя осуществляется исследователем вручную. Также нередко возникают сложности технического плана, в частности «путаница» с ОКВЭД эмитентов акций и облигаций, когда их основной ОКВЭД не соответствует фактически осуществляемому виду деятельности. В данном случае исследователь вправе игнорировать основной ОКВЭД и принимать во внимание фактический вид деятельности эмитента.

Этап 5. Анализ данных о суммах инвестиций индивидуальных инвесторов с использованием ИИС в конкретные отрасли / подотрасли.

Источники данных: данные этапов 1 и 4.

Объекты наблюдения: сумма активов ИИС и их отраслевая структура.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– умножение суммы активов ИИС, вложенных в акции, на процент, характеризующий долю отрасли в индексе акций / ином показателе;

– умножение суммы активов ИИС, вложенных в корпоративные облигации, на процент, характеризующий долю отрасли в индексе облигаций.

Результат этапа: определение инвестиций индивидуальных инвесторов в конкретные отрасли / подотрасли.

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 6. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 5.

Источники данных: данные ФНС России об отраслевой рентабельности активов (Информация Федеральной налоговой службы России «Сведения о

среднеотраслевых показателях налоговой нагрузки, рентабельности проданных товаров, продукции, работ, услуг и рентабельности активов организаций по видам экономической деятельности, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность налогоплательщиков за конкретный год», доступна в справочно-правовых системах), результаты этапа 5.

Объекты наблюдения: показатели отраслевой рентабельности активов за конкретные годы.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– сопоставление отраслей / подотраслей фондового индекса / иного показателя, определенных на этапе 4, с классификацией отраслей / подотраслей ФНС России;

– выбор соответствующих показателей отраслевой / подотраслевой рентабельности;

– умножение суммы активов отраслей / подотраслей на процент соответствующей отраслевой рентабельности.

Результат этапа: определение суммы прироста прибыли конкретных отраслей / подотраслей за счет средств индивидуальных инвесторов (эффект Г).

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 7. Расчет на основе результатов этапа 6 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных отраслей / подотраслей за счет средств индивидуальных инвесторов.

Источники данных: результаты этапа 6, ст. 284 НК РФ (налоговые ставки по налогу на прибыль).

Объекты наблюдения: прирост прибыли конкретных отраслей за счет средств индивидуальных инвесторов.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– умножение суммы прироста прибыли конкретных отраслей за счет

средств индивидуальных инвесторов на налоговую ставку по налогу на прибыль.

Результат этапа: определение сумм прироста по налогу на прибыль отраслей / подотраслей за счет средств индивидуальных инвесторов (эффект Д частично).

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 8. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период времени. Результат этапа: формирование сводных данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ.

Источники данных:

- интернет-сайты эмитентов акций и корпоративных облигаций;
- сервер раскрытия корпоративной информации Интерфакс (e-disclosure.ru);
- российские сервисы проверки контрагентов, включая «СПАРК», «Прима-Информ», Seldon.Basis и иные;
- иностранные базы данных (Bloomberg и подобные).

Объекты наблюдения: финансовая отчетность эмитентов акций и корпоративных облигаций.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

- выгрузка данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ.

Результат этапа: формирование сводных данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ.

Сложности этапа: чрезвычайная трудоемкость при выгрузке данных вручную.

Этап 9. Анализ доли средств индивидуальных инвесторов с учётом налоговых льгот в активах конкретных эмитентов акций и корпоративных

облигаций и КГЭ для определения прироста их выручки.

Источники данных: результаты этапов 1 и 8.

Объекты наблюдения: активы конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Из возможных вариантов действий, заявленных нами в п. 3.3, автором был выбран вариант А, а именно приравнивание прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ к процентному значению прироста долевого / долгового капитала корпорации.

В рамках конкретизации варианта А необходимые действия состоят в следующем:

– приравнивание прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ к процентному значению прироста долевого / долгового капитала корпорации;

– умножение значений выручки эмитентов и КГЭ на процентное значение прироста выручки за счет средств индивидуальных инвесторов.

Результат этапа: определение прироста выручки отдельных корпораций и КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов, сформированных за счет налоговых льгот.

Сложности этапа: в выборе вариантов действий и их трудоемкости.

Этап 10. Расчет на основе результатов этапа 9 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций / подотраслей / отраслей за счет средств индивидуальных инвесторов.

Источники данных: результаты этапа 9, данные ФНС России по отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузке (Информация Федеральной налоговой службы России «Сведения о среднеотраслевых показателях налоговой нагрузки, рентабельности проданных товаров, продукции, работ, услуг и рентабельности активов организаций по видам экономической деятельности, характеризующих финансово-хозяйственную деятельность

налогоплательщиков за конкретный год», доступна в справочно-правовых системах).

Объекты наблюдения: прирост прибыли отдельных корпораций и КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– умножение суммы прироста выручки конкретных корпораций и КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов на ставку налоговой нагрузки по соответствующей отрасли / подотрасли.

Результат этапа: определение сумм прироста по налоговым платежам отраслей / подотраслей / корпораций (конкретных эмитентов акций и корпоративных облигаций и КГЭ) за счет средств индивидуальных инвесторов (эффект Д полностью).

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 11. Сравнительный анализ налоговых расходов по конкретной налоговой льготе и прироста налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль и по налоговым платежам в целом.

Источники данных: результаты этапов 2, 7 и 10.

Объекты наблюдения: налоговые расходы по конкретной налоговой льготе и приросты налоговых платежей по налогу на прибыль анализируемых эмитентов и КГЭ, а также налоговых платежей в целом.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– сравнение величины годовых налоговых расходов по конкретной налоговой льготе для индивидуальных инвесторов и годового прироста по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов в целом;

– сравнение величины годовых налоговых расходов по конкретной налоговой льготе для индивидуальных инвесторов и годового прироста по

налоговым платежам эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов в целом;

– расчет фискального эффекта как разницы между годовым приростом платежей по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов в целом и годовыми налоговыми расходами по конкретной налоговой льготе;

– расчет фискального эффекта как разницы между приростом годовых суммарных налоговых платежей эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов в целом и годовыми налоговыми расходами по конкретной налоговой льготе.

Результат этапа: расчет фискального эффекта налоговых льгот для индивидуальных инвесторов по приросту налога на прибыль корпораций и по приросту налоговых платежей в целом.

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 12. Определение фискальной эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов.

Источники данных: результаты этапов 2, 7 и 10.

Объекты наблюдения: налоговые расходы по конкретной налоговой льготе и приросты налоговых платежей по налогу на прибыль анализируемых эмитентов и КГЭ, а также налоговых платежей в целом.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

– деление прироста годовых платежей по налогу на прибыль эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов на годовые налоговые расходы по конкретной налоговой льготе;

– деление прироста годовых суммарных налоговых платежей эмитентов ценных бумаг / КГЭ за счет средств индивидуальных инвесторов в целом на годовые налоговые расходы по конкретной налоговой льготе.

Результат этапа: расчет показателей фискальной эффективности

налоговой льготы в процентах годовых.

Сложности этапа: отсутствуют.

Этап 13. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности налоговой льготы.

Источники данных: результаты этапов 11 и 12, особенности налоговых льгот.

Объекты наблюдения: фискальные эффекты и фискальная эффективность ИИС, особенности налоговых льгот.

Период наблюдения: 2017 г. и последующие годы.

Необходимые действия:

- оценка фискального эффекта и фискальной эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов с использованием ИИС;
- оценка недостатков действующих налоговых льгот по ИИС;
- определение целей предоставления налоговых льгот по ИИС;
- подготовка предложений по корректировке налоговых льгот по ИИС по инструментам, срокам, суммам, целевой направленности (стандартные, пенсионные, образовательные, иные), содержанию самих льгот, иным параметрам;
- подготовка предложений по внесению изменений в ст. 219.1 НК РФ, Федеральный закон 22.04.1996 N 39 – ФЗ «О рынке ценных бумаг».

Сложности этапа: результаты этапа могут быть противоречивы, дискуссионны, требовать обсуждения в профессиональном сообществе.

Реализацию авторского алгоритма логично проводить отдельно на примере инвестиций индивидуальных инвесторов в акции и корпоративные облигации, что облегчит трактовку и восприятие результатов.

В процессе применения алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере ИИС исследователем возможно получение иных, побочных результатов относительно ИИС, которые также могут быть важны и полезны в рамках

реформирования налоговых льгот для индивидуальных инвесторов.

4.2. Алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг

Применение заявленной в п. 3.1 авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере институциональных инвесторов также имеет некоторые инструментальные особенности. При этом под налоговыми льготами для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг мы будем понимать налоговые льготы для НПФ по размещению пенсионных резервов и инвестированию пенсионных накоплений. Возможность и обоснованность их использования для апробации авторской методики заявлены в п. 3.2. Содержание алгоритма определения эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов аналогично содержанию алгоритма для индивидуальных инвесторов, за исключением этапов 1–3; этап 13 может быть модифицирован. В качестве государственных органов, предоставляющих данные для авторского алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ, могут выступать Банк России, ФНС России; в качестве прочих органов – Московская биржа, НАПФ.

Итак, алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ состоит в следующем:

Этап 1. Анализ данных о динамике инвестиций НПФ с выделением инвестиций в акции и корпоративные облигации отдельно по пенсионным резервам и пенсионным накоплениям. Предпочтителен как минимум пятилетний интервал и квартальные данные.

Источники данных:

– квартальные данные Банка России («Основные показатели деятельности НПФ» и «Статистические данные к обзору ключевых показателей НПФ» на сайте Банка России (www.cbr.ru) в разделе Финансовые рынки / Пенсионные фонды и коллективные инвестиции / Статистика);

– данные НАПФ («Показатели деятельности фондов» в разделе Для граждан на сайте www.napf.ru);

– данные Московской биржи по капитализации эмитентов / КГЭ, чьи акции и облигации приобрели инвесторы («Рыночная капитализация» на сайте www.moex.com в разделе Листинг / Количественные показатели);

– данные Банка России об объемах эмиссии выпущенных долговых ценных бумаг («Выпущенные на внутреннем рынке долговые ценные бумаги» на сайте Банка России (www.cbr.ru) в разделе Документы и данные/ Статистика / Наборы статистических данных / Макроэкономическая статистика / Статистика по ценным бумагам).

Объекты наблюдения: активы НПФ, точнее – активы пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ.

Период наблюдения: начиная с 2019 г.

Необходимые действия: сбор квартальных данных об общей сумме активов НПФ с выделением сумм активов, вложенных в акции и корпоративные облигации по пенсионным резервам и пенсионным накоплениям. Выделение сумм активов, вложенных в акции и корпоративные облигации, осуществляется как в абсолютном выражении, так и в процентом.

Результаты этапа:

– определение сумм инвестиций НПФ по размещению пенсионных резервов и инвестированию пенсионных накоплений (эффект А);

– формирование количественных данных о вкладе НПФ в долевой капитал российских корпораций в целом (эффект Б);

– формирование количественных данных о вкладе НПФ в долговой

капитал российских корпораций в целом (эффект В);

– определение трендов инвестиций НПФ в долговой / долевого капитал российских корпораций, их экстраполяция и трактовка.

Сложности этапа: Банк России предоставляет полную квартальную статистику по структуре инвестиций пенсионных резервов и пенсионных накоплений только начиная с 2019 г. До этого момента данные о структуре активов НПФ с разбивкой по видам ценных бумаг отсутствуют. НАПФ и Московской биржей подобные сведения не предоставляются.

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных НПФ налоговых льгот по размещению пенсионных резервов и инвестированию пенсионных накоплений с разбивкой по видам ценных бумаг (акций и корпоративных облигаций).

Источники данных:

– статистические данные ФНС России о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций на сайте www.nalog.gov.ru в разделе Деятельность / Статистика и аналитика / Данные по формам статистической налоговой отчетности / Отчеты о налоговой базе и структуре начислений по налогам и сборам / Отчет о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций;

– данные о доходности размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений из «Статистических данных к обзору ключевых показателей НПФ» на сайте Банка России, упомянутых на этапе 1;

– данные о значениях ставки рефинансирования на сайте Банка России (www.cbr.ru) в разделе Документы и данные / Статистика / Наборы статистических данных / Ликвидность банковского сектора, инструменты денежно-кредитной политики и другие операции Банка России / Справочно;

– ст. 295 и 251 НК РФ (налоговые ставки по налогу на прибыль по доходам от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений НПФ).

Объекты наблюдения: налог на прибыль НПФ по доходам от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений.

Период наблюдения: возможен только начиная с 2019 г. в силу особенностей этапа 1.

Необходимые действия по расчету налоговой льготы по доходу от размещения пенсионных резервов НПФ возможны в 2 вариантах:

а) заимствование данных ФНС России о предоставленных НПФ налоговых льготах по налогу на прибыль;

б) собственный (авторский) расчет величины налоговой льготы для НПФ по налогу на прибыль.

В рамках варианта б) необходимые действия состоят в следующем:

– умножение суммы активов пенсионных резервов на конец года, предшествующего анализируемому, на процентную ставку доходности пенсионных резервов за анализируемый год (строка 1);

– умножение суммы активов пенсионных резервов на конец года, предшествующего анализируемому, на ключевую ставку Банка России (строка 2);

– вычитание из строки 1 строки 2 (строка 3);

– умножение строки 3 на ставку по налогу на прибыль по доходу от размещения пенсионных резервов (строка 4);

– умножение строки 4 на долю акций в портфеле пенсионных резервов НПФ на конец анализируемого года (строка 5 ПРа);

– умножение строки 4 на долю корпоративных облигаций в портфеле пенсионных резервов НПФ на конец анализируемого года (строка 6 ПРко);

В случае если значение ключевой ставки Банка России превышает доходность от размещения пенсионных резервов, то строка 3 равняется строке 1.

Необходимые действия по расчету налоговой льготы по доходу от инвестирования пенсионных накоплений НПФ также возможны в 2 вариантах:

а) заимствование данных ФНС России о предоставленных НПФ налоговых льготах по налогу на прибыль;

б) собственный (авторский) расчет величины налоговой льготы для НПФ по налогу на прибыль.

В рамках варианта б) необходимые действия состоят в следующем:

– умножение суммы активов пенсионных накоплений на конец года, предшествующего анализируемому, на процентную ставку доходности пенсионных накоплений за анализируемый год, и на ставку по налогу на прибыль по доходу от инвестирования пенсионных накоплений (строка 1);

– умножение строки 1 на долю акций в портфеле пенсионных накоплений НПФ на конец анализируемого года (строка 2 ПНа);

– умножение строки 1 на долю корпоративных облигаций в портфеле пенсионных накоплений НПФ на конец анализируемого года (строка 3 ПНко);

Необходимые действия по расчету суммарной налоговой льготы для НПФ на рынке ценных бумаг, объединяющей льготы по размещению пенсионных резервов и инвестированию пенсионных накоплений:

– сложение строки 5 ПРа и строки 2 ПНа;

– сложение строки 6 ПРко и строки 3 Пнко.

Результат этапа: определение величины предоставленных НПФ налоговых льгот по налогу на прибыль с разбивкой по видам ценных бумаг исходя из их долей в портфелях инвесторов отдельно по пенсионным резервам и пенсионным накоплениям.

Сложности этапа: мы не можем получить данные ФНС России о суммах предоставленных НПФ налоговых льгот по налогу на прибыль, поскольку в «Отчете о налоговой базе и структуре начислений по налогу на прибыль организаций» ФНС России есть расшифровка по отдельным видам налогоплательщиков, по НПФ такой расшифровки нет. Поэтому исследователь должен определить сумму налоговых льгот на рынке ценных бумаг для НПФ расчетным путем, с использованием данных о суммах активов пенсионных

резервов и пенсионных накоплений, их годовой доходности и налоговых ставок.

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей НПФ.

Источники данных: российские фондовые биржи, организующие торги ценными бумагами российских эмитентов.

Объекты наблюдения: фондовые индексы, соответствующие виду инвестора и профилю его инвестирования.

Даты наблюдения: конкретные даты исходя из данных этапа 1.

Необходимые действия: обзор фондовых индексов и аргументированный выбор 2 наиболее подходящих – для анализа вложений в акции и в корпоративные облигации.

Результат этапа: выбор 2 фондовых индексов, соответствующих виду инвестора (институциональный), его профильным активам (акции / корпоративные облигации) и профилю его инвестиционной политики.

Сложности этапа: отсутствуют.

На Московской бирже существуют как упомянутые в п. 4.1 индексы акций и корпоративных облигаций, так и специальные индексы рынка пенсионных накоплений [389]. Ими являются композитные индексы акций и облигаций, допущенных к обращению на Московской бирже, в которые НПФ могут инвестировать средства пенсионных накоплений. Индексы пенсионных накоплений отражают три возможные стратегии инвестирования в зависимости от класса активов: консервативную (консервативный индекс пенсионных накоплений RUPCI), сбалансированную (сбалансированный индекс пенсионных накоплений RUPMI) и агрессивную (агрессивный индекс пенсионных накоплений RUPAI). Каждый индекс пенсионных накоплений рассчитывается в трех вариантах: как субиндекс ОФЗ, субиндекс облигаций (субфедеральных, муниципальных и корпоративных) и субиндекс акций. Исключением является консервативный индекс, в составе которого по вполне

понятным причинам нет субиндекса акций. Индексы пенсионной направленности рассчитываются Московской биржей только для пенсионных накоплений, для пенсионных резервов такого продукта нет.

Итак, фондовые индексы по пенсионным резервам НПФ не рассчитываются, информация об инвестиционных стратегиях НПФ (консервативной, сбалансированной или агрессивной) у нас отсутствует. Поэтому для цели определения отраслевой структуры инвестиций НПФ в акции возможно также использовать стандартные индексы акций Московской биржи (индекс МосБиржи IMOEX, индекс широкого рынка MOEXVMI, индекс голубых фишек MOEXVC), а для выявления структуры портфеля корпоративных облигаций – индекс корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR.

Алгоритм оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ существенно отличается от аналогичного алгоритма для индивидуальных инвесторов только на начальных этапах его проведения (этапы 1–3) в первую очередь вследствие необходимости расчета самой величины налоговой льготы. Также значение здесь имеют «заморозка» пенсионных накоплений, проявляющаяся в отсутствии динамики данного показателя, существование обособленных индексов пенсионных накоплений и при этом отсутствие их баз расчета в ретроспективе. Этапы 4–12 алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов можно заимствовать с некоторыми изменениями из аналогичного алгоритма для индивидуальных инвесторов, изложенного в п. 4.1 настоящей работы. При этом необходимые действия на этапе 13 должны быть, помимо оценки фискального эффекта и фискальной эффективности налоговых льгот для НПФ, дополнены следующими:

– оценкой справедливости действующих налоговых льгот для НПФ по налогу на прибыль;

– подготовкой предложений по корректировке налоговых льгот для НПФ по инструментам, содержанию самих льгот, иным параметрам;

– подготовкой предложений по внесению изменений в ст. 251 и 295 НК РФ, нормативные документы, регулирующие состав и структуру пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ.

В процессе применения алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ также возможно получение побочных результатов, способствующих реформированию налоговых льгот.

Реализацию авторского алгоритма оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ логично проводить отдельно на примере пенсионных резервов и пенсионных накоплений. Так же, как и для индивидуальных инвесторов, апробацию данного алгоритма целесообразно осуществлять отдельно по инвестициям НПФ в акции и в корпоративные облигации.

4.3. Сложности и дискуссионные моменты реализации алгоритмов оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг

В процессе формулирования алгоритмов оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на примере индивидуальных инвесторов (ИИС) и институциональных инвесторов (НПФ) автором выявлены сложности их реализации, а также спорные и дискуссионные моменты.

Сложности реализации вышеупомянутых алгоритмов носят в основном технический характер и состоят в следующем:

1. По ряду вопросов статистические данные отсутствуют либо же они противоречивы. Здесь мы, в частности, имеем в виду следующие моменты:

– противоречивые данные о структуре активов ИИС в течение 2015–2017 гг.; в данном случае выбор источника данных (Банк России или Московская биржа) производится по усмотрению исследователя;

– отсутствие данных Банка России и иных органов о структуре активов пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ до 2019 г. (этап 1 алгоритма в п. 4.2); авторский расчет в данном случае невозможен, и, соответственно, временной интервал для анализа существенно сужен;

– отсутствие сведений ФНС России о налоговых льготах для НПФ по налогу на прибыль по доходам от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений (этап 2 алгоритма в п. 4.2). Данный факт преодолим, налоговая льгота может быть рассчитана;

– отсутствие на Московской бирже фондового индекса пенсионных резервов. В силу приближения структуры активов пенсионных резервов к структуре пенсионных накоплений (приложения Г и Д) при определении структуры пенсионных резервов возможно использовать индекс пенсионных накоплений или стандартные индексы Московской биржи;

– несоответствие наименований отраслей Московской биржи терминологии ФНС России, откуда мы заимствуем данные об отраслевой рентабельности и налоговой нагрузке. В итоге названия отраслей сформулированы нами согласно терминологии Московской биржи. Названия подотраслей определены в соответствии с терминологией ФНС России и предоставляемыми ФНС России сведениями относительно рентабельности активов организаций и налоговой нагрузки по видам экономической деятельности.

– несоответствие в статистических данных ФНС России [186] наименований подотраслей (видов экономической деятельности) с данными относительно рентабельности активов и налоговой нагрузки. Мы взяли за основу наименования подотраслей согласно показателям рентабельности;

– задержка получения данных о заявленных инвестиционных налоговых

вычетах по ИИС (данные о декларировании доходов физическими лицами размещаются ФНС России в открытом доступе не ранее 1 года и 2 месяцев с момента окончания отчетного периода). Этим фактом объясняется невозможность проведения анализа по данным 2020 г. в 2021 г. При этом единственным достоверным источником информации о выборе гражданами ИИС типов А или Б являются именно данные ФНС России о суммах заявленных налоговых вычетов. Однако они дают нам представление о предпочтениях граждан в некоторой ретроспективе.

2. Существует проблема несоответствия основных ОКВЭД корпораций их реальным видам деятельности. Данные сведения необходимы для отнесения эмитента к той или иной подотрасли / отрасли в составе фондового индекса на 4 этапе алгоритма. Например, у ПАО «ЛУКОЙЛ» основной ОКВЭД – Работы геолого-разведочные, геофизические и геохимические в области изучения недр и воспроизводства минерально-сырьевой базы (71.12.3), в то время как по факту компания занимается добычей сырой нефти (06.10.1). ОКВЭД, не соответствующий реальному виду деятельности, дает нам искаженный расчет рентабельности и налоговой нагрузки. В данной работе мы анализируем реальные и доминирующие виды экономической деятельности компаний – эмитентов.

Показатели рентабельности и налоговой нагрузки на этапах 6 и 10 авторской методики определения эффективности налоговых льгот для частных инвесторов определяются исходя из допущения, что одна организация осуществляет один вид экономической деятельности. Однако же, как правило, у крупных корпораций несколько основных ОКВЭД, например добыча металлических руд и производство металлургическое. По разным ОКВЭД имеют место различные показатели рентабельности и налоговой нагрузки. Поэтому, совершенствуя методику, имеет смысл детализировать выручку эмитентов по видам экономической деятельности и отдельно по каждому виду рассчитывать рентабельность и налоговую нагрузку.

Также отметим, что виды экономической деятельности в терминологии ФНС России не совсем соответствуют ОКВЭДам. Например, типичный банковский ОКВЭД «Денежное посредничество прочее» (64.19) в показателях рентабельности ФНС России звучит как «деятельность финансовая и страховая». При этом в показателях налоговой нагрузки он и вовсе отсутствует, и мы вынуждены использовать вид деятельности «деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги».

3. Этапы 4 и 8 алгоритма чрезвычайно трудоемки, что объясняется необходимостью обработки вручную значительных массивов информации относительно состава фондовых индексов и данных из финансовой отчетности эмитентов и КГЭ. Также апробацию авторских алгоритмов необходимо проводить в различных вариантах для одной и той же категории инвесторов: для индивидуальных – отдельно по акциям и корпоративным облигациям; для институциональных (НПФ) – отдельно по пенсионным резервам и пенсионным накоплениям, а далее – уже по акциям и корпоративным облигациям.

4. По пенсионным накоплениям граждан с 2014 г. действует так называемая «заморозка», по сути – временная приостановка формирования накопительной пенсии. Данная мера была введена Федеральным законом от 04.12.2013 № 351-ФЗ «О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения» [174] как временная, однако впоследствии неоднократно продлевалась. В настоящее время «заморозка» пенсионных накоплений продлена до конца 2023 г. Относительно поставленной перед нами задачи «заморозка» пенсионных накоплений подразумевает, что НПФ управляют только пенсионными накоплениями, переданными им из ПФР ранее, до 2014 г. Соответственно, отслеживание динамики пенсионных накоплений НПФ по сути бессмысленно.

Помимо технических сложностей реализации алгоритма, автором

определены следующие важные и дискуссионные моменты:

1. Каким образом квалифицировать покупку частным инвестором акции или облигации конкретного эмитента: как вклад в капитал данного эмитента или КГЭ? Соответственно, и расчет фискального эффекта может отличаться. С одной стороны, частные инвесторы приобрели ценные бумаги конкретного предприятия, и поэтому финансовых показателей этого предприятия для анализа достаточно. С другой стороны, группа компаний представляет собой объединение взаимосвязанных организаций, функционирующих в целом как единое хозяйственное образование. И поэтому приобретение акции головного предприятия оказывает влияние на всю консолидированную группу компаний. Считаем, что расчеты целесообразно проводить в обоих вариантах. Однако, по мнению автора, вариант КГЭ все же предпочтителен, поскольку большинство крупных компаний являются холдингами, четко структурированными по видам деятельности, региональному признаку или иным критериям, где каждое отдельное юридическое лицо отвечает за реализацию конкретных задач. При этом итоговый финансовый результат лучше виден по работе холдинга в целом. Достаточно часто эмиссией корпоративных облигаций занимается конкретное подразделение, например «Мираторг-Финанс», специализирующееся как раз на привлечении финансирования.

Вопрос относительно квалификации покупки частным инвестором акции или облигации конкретного эмитента как вклада в капитал данного эмитента или КГЭ переплетается с вопросом относительно того, по каким стандартам отчетности, российским или международным, проводить анализ активов и выручки эмитентов. На данный вопрос однозначного ответа нет, расчет возможно производить в обоих вариантах, что также усложняет задачу технически. И РСБУ, и МСФО в теории подразумевают составление отчетности как по отдельно взятым корпорациям, так и по КГЭ. Однако на практике отчетность по РСБУ составляется по отдельно взятым организациям, а по МСФО для крупных корпораций, являющихся основными эмитентами акций и

корпоративных облигаций, – по консолидированным группам. Поэтому в пятой главе мы будем проводить апробацию авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов в двух вариантах: на примере РСБУ по отдельно взятым корпорациям и на примере МСФО – по КГЭ.

2. Дата совершения налоговых расходов государства не может быть нами четко фиксирована ни для индивидуальных инвесторов, ни для институциональных. Для индивидуальных инвесторов она не может быть явно определена, поскольку индивидуальные инвесторы заявляют налоговые вычеты не одномоментно, а, как правило, в течение года, следующего за отчетным. Формально индивидуальные инвесторы могут декларировать вычеты и позднее, в течение трех лет. Налоговые расходы для институциональных инвесторов «недоплачиваются» НПФ в течение отчетного года в зависимости от формирования прибыли, а также до 28 марта следующего за отчетным года.

Что же касается даты получения государством фискального эффекта, то он нами определен как по налогу на прибыль, так и по налоговой нагрузке в целом и поэтому также разбит в течение года и короткого периода после его окончания в зависимости от формирования прибыли эмитентов и их авансовых платежей, особенностей уплаты иных налогов.

Таким образом, ни налоговые расходы государства по налоговым льготам для индивидуальных и институциональных инвесторов, ни их фискальный эффект не могут быть четко фиксированы во времени. Однако мы можем договориться о том, что налоговые расходы декларируются заблаговременно, производятся государством в течение и по окончании отчетного года, фискальный эффект также отслеживается в течение и по окончании отчетного года. Теоретически в данной ситуации может быть применен метод дисконтирования, однако его использование будет крайне трудоемко.

В нашей ситуации наиболее важен именно факт декларирования налоговой льготы на рынке ценных бумаг, дающий толчок инвестициям

частных инвесторов.

3. Сопоставление инвестиций частных инвесторов и их эффекта возможно в двух вариантах:

– сумма инвестиций оценивается накопительным итогом, например, за пять лет по ИИС, а эффект от нее как бы «сфотографирован» по одному итоговому налоговому периоду;

– ежегодная сумма инвестиций сопоставляется с годовым фискальным эффектом.

Поскольку инвестиции частных инвесторов не изымаются ими по истечении года, а сохраняются на рынке длительное время, возможно, оценка инвестиций нарастающим итогом более корректна. Отметим, что эффекты, заявленные в алгоритмах оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, пролонгированы и могут иметь место не только в рамках отслеживаемого налогового периода, но и позднее.

4. Поскольку мы можем только расчетным путем определить сумму налоговой льготы по налогу на прибыль по доходам от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений НПФ, дискуссионным также является вопрос относительно определения доли конкретного инструмента (акции / корпоративной облигации) в составе льготированного налога на прибыль. Самым простым вариантом решения данной задачи, каким и воспользовался автор настоящей работы, является распределение налога на прибыль по финансовым инструментам исходя из доли инструмента в портфеле пенсионных резервов / пенсионных накоплений НПФ. Поскольку доходность по корпоративным облигациям понятна и предсказуема, доля доходов по ним в составе налога на прибыль зависит от доли акций в портфелях НПФ и роста рынка акций. Поскольку инвестиции НПФ в значительной мере консервативны, что объясняется спецификой их деятельности и низкой склонностью к риску, выбранный автором работы вариант распределения налога на прибыль по инструментам представляется

вполне приемлемым. Поскольку НПФ в РФ относительно немного (41 фонд), для целей более точного распределения льготы по налогу на прибыль возможно запросить у фондов детализированную информацию по формированию налога на прибыль за конкретный период и таким образом сделать расчет более точным и корректным.

5. Алгоритмы, изложенные в пп. 4.1 и 4.2, базируются на финансовой отчетности корпораций, однако ряд исследований говорят о вероятности манипулирования и искажения результатов деятельности организаций в их бухгалтерской (финансовой) отчетности. В частности, мы имеем в виду работы М.А. Алексева [7], А.А. Шапошникова и Я.И. Устиновой [160]. В авторских методике и алгоритмах вопросам манипулирования финансовой отчетностью корпораций внимание не уделено, однако данный вопрос в литературе разработан и может быть решен. Методические основы оценки вероятности манипулирования результатами деятельности в бухгалтерской (финансовой) отчетности компаний и оценки ее вероятных искажений заложены в статьях М.А. Алексева, В.В. Глинского, Л.К. Серга и М.Л. Пятова [6], М.Ю. Савельевой, А.В. Тренихиной и М.А. Алексева [133]. Манипулирование и искажение результатов деятельности организаций в их бухгалтерской (финансовой) отчетности, возможно, будет минимизировано в условиях налогового мониторинга и цифровизации налогообложения, проанализированных в том числе и в работах автора [48, 49, 52].

6. Дополнительно отметим необходимость расчета и раскрытия заявленного в п. 3.3 коэффициента налоговой нагрузки относительно капитала корпорации.

По результатам конкретизации алгоритмов оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов мы можем дополнить авторский методологический подход следующими тезисами:

– необходим анализ вклада частных инвесторов в капитал не отдельно взятого эмитента, а КГЭ;

- необходимо внедрение коэффициента налоговой нагрузки относительно капитала корпорации;
- фискальные эффекты налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг пролонгированы;
- финансовая отчетность эмитентов и КГЭ считается условно достоверной.

В настоящей главе детализированы алгоритмы оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных и институциональных инвесторов на примере ИИС и НПФ соответственно. Выявлены технические сложности реализации алгоритмов, а также дискуссионные вопросы, требующие дополнительного исследования.

5. АПРОБАЦИЯ АВТОРСКОЙ МЕТОДИКИ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ ДЛЯ ЧАСТНЫХ ИНВЕСТОРОВ НА РЫНКЕ ЦЕННЫХ БУМАГ

5.1. Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере индивидуальных инвестиционных счетов

5.1.1. Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке акций на примере индивидуальных инвестиционных счетов

Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке акций на примере ИИС проводится согласно этапам, заявленным в пп. 3.1 и 4.1.

Этап 1. Анализ данных о динамике льготлируемых инвестиций частных инвесторов с выделением инвестиций в акции.

Таблица 5.1 представляет данные относительно суммарных инвестиций граждан на ИИС с выделением отдельно инвестиций в акции; также в данной таблице для удобства представления информации приведены инвестиции в корпоративные облигации. Показатель «Количество открытых ИИС» в таблице 5.1 автором не используется, поскольку значительная часть открытых счетов являются пустыми. При этом отметим, что статистика Московской биржи относительно структуры активов на ИИС имеет существенные расхождения со статистическими данными Банка России. Второй и третий столбцы были рассчитаны автором на основе данных Московской биржи [391].

Данные Московской биржи относительно структуры активов на ИИС представлены по годам и были распространены автором на кварталы, соответствующие году.

Таблица 5.1. – Суммарная стоимость активов на ИИС, 2015–2019 гг., квартальные данные, млн руб.

Дата	Суммарная стоимость активов на ИИС	Суммарная стоимость акций на ИИС	Суммарная стоимость корпоративных облигаций на ИИС
31.03.15	850	467,5	204
30.06.15	1500	825	360
30.09.15	2350	1292,5	564
31.12.15	5100	2805	1224
31.03.16	6000	3600	960
30.06.16	8000	4800	1280
30.09.16	9000	5400	1440
31.12.16	20700	12420	3312
31.03.17	24777	14122,89	3716,55
30.06.17	28382	16177,74	4267,3
30.09.17	35933	20481,81	5389,95
31.12.17	51202	29185,14	7680,3
31.03.18	59753	30474,03	11950,6
30.06.18	72769	37112,19	14553,8
30.09.18	81024	41322,24	16204,8
31.12.18	98829	50402,79	19765,8
31.03.19	108576	56459,52	26058,24
30.06.19	120252	62531,04	28860,48
30.09.19	143857	74805,64	34525,68
31.12.19	197326	102609,52	47358,24
31.03.20	217502	р/д	р/д
30.06.20	245943	р/д	р/д
30.09.20	285552	р/д	р/д
31.12.20	375621	р/д	р/д
31.03.21	418110	р/д	р/д
30.06.21	453537	р/д	р/д

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [402, 403], Московской биржи [391]. Аббревиатура “р/д” означает расхождение данных

Далее нам необходимо определить вклад активов ИИС в долевой (акционерный) капитал российских корпораций. Акции приобретаются инвесторами на бирже по рыночной цене. Поэтому для определения доли ИИС в долевом капитале российских корпораций учет уставного капитала не целесообразен, а значение имеет только рыночная стоимость эмитента. В

качестве данных по акционерному капиталу российских корпораций были взяты квартальные данные Московской биржи об их рыночной капитализации (таблица 5.2).

Таблица 5.2. – Объемы капитализации российских корпораций с учётом доли активов ИИС, 2015–2019 гг., квартальные данные

Дата	Суммарная рыночная капитализация корпораций, млн руб.	Доля активов ИИС в суммарной рыночной капитализации корпораций, %
31.03.15	27 054 575	0,002
30.06.15	27 262 898	0,003
30.09.15	27 934 938	0,005
31.12.15	28 646 537	0,010
31.03.16	28 783 293	0,013
30.06.16	31 693 914	0,015
30.09.16	33 662 428	0,016
31.12.16	37 216 585	0,033
31.03.17	34 917 552	0,040
30.06.17	32 742 019	0,049
30.09.17	35 738 587	0,057
31.12.17	35 895 751	0,081
31.03.18	38 650 716	0,079
30.06.18	38 900 809	0,095
30.09.18	42 382 278	0,097
31.12.18	39 715 922	0,127
31.03.19	41 327 237	0,137
30.06.19	45 039 397	0,139
30.09.19	44 730 262	0,167
31.12.19	48 369 603	0,211

Источник: таблица составлена автором на основе данных Московской биржи [454] и таблицы 5.1

Далее перед нами стоит задача определения стоимости представленных налоговых вычетов с позиции государства, для чего необходимы сведения ФНС России о фактически выплаченных гражданам суммах инвестиционных налоговых вычетов.

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных частным инвесторам налоговых льгот (налоговых расходов) с выделением вычетов по акциям.

Таблица 5.3 представляет итоговые данные о предоставленных гражданам

налоговых вычетах по ИИС на основе статистических данных ФНС России. Налоговые вычеты по ИИС типов А и Б ФНС представлены в разных единицах измерения: по ИИС типа А – в сумме внесенных на ИИС денежных средств, а по ИИС типа Б – в сумме предоставленного налогового вычета.

Таблица 5.3. – Суммы инвестиционных налоговых вычетов по ИИС, 2015–2019 гг.

Отчетный период	Сумма вычетов по ИИС типа А, тыс. руб.	Число граждан, получивших вычеты по ИИС типа А, чел.	Сумма вычетов по ИИС типа Б, тыс. руб.	Число граждан, получивших вычеты по ИИС типа Б, чел.
2015 г.	329 023	8 666	–	–
2016 г.	861 073	21 078	–	–
2017 г.	1 825 094	42 495	–	–
2018 г.	3 295 896	79 792	269 145	121
2019 г.	6 488 516	165 690	69 420	169
Итого	12 799 602	318 171	338 565	290

Источник: таблица составлена автором на основе данных ФНС России [406–410]

В таблице 5.4 налоговые вычеты по ИИС автором приведены к универсальной единице измерения – сумме возмещаемого НДФЛ.

Таблица 5.4. – Суммы инвестиционных налоговых вычетов по ИИС типов А и Б в единообразном измерении, 2015–2019 гг., тыс. руб.

Отчетный период	Сумма вычетов по ИИС типа А в сумме НДФЛ	Сумма вычетов по ИИС типа Б	Сумма вычетов по ИИС типа Б в сумме НДФЛ	Сумма вычетов по ИИС типов А и Б в сумме НДФЛ
2015 г.	329 023	–	–	329 023
2016 г.	861 073	–	–	861 073
2017 г.	1 825 094	–	–	1 825 094
2018 г.	3 295 896	269 145	34 989	3 330 885
2019 г.	6 488 516	69 420	9 025	6 497 541
Итого	12 799 602	338 565	44 013	12 843 616

Источник: таблица составлена автором на основе данных ФНС России [406–410]

Таблица 5.5 соотносит суммы инвестиций граждан по счетам ИИС с суммами задекларированных и полученных ими годовых налоговых вычетов. Эти данные дают нам возможность определить затраты государства по аккумулированию свободных денежных средств населения на фондовом рынке (налоговые расходы).

Таблица 5.5. – Суммарные налоговые вычеты по ИИС и их стоимость, 2015–2019 гг.

Отчетный период	Сумма вычетов по ИИС типов А и Б, млн руб.	Суммарная стоимость активов на ИИС, млн руб	Годовой прирост суммарной стоимости активов на ИИС, млн руб	Доля вычетов по ИИС относительно прироста суммы активов ИИС, %
2015 г.	329	5 100	5 100	6,45
2016 г.	861	20 700	15 600	5,52
2017 г.	1 825	51 202	30 502	5,98
2018 г.	3 331	98 829	47 627	6,99
2019 г.	6 498	197 326	98 947	6,57
Средний процент вычетов по ИИС относительно прироста суммы активов ИИС				6,31

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1 и таблицы 5.4.

Поскольку ФНС России предоставляет данные о возврате НДФЛ по итогам года суммарно, эти суммы были распределены автором поквартально пропорционально сумме активов на ИИС на конец квартала. Сумма налоговых вычетов по вложениям в акции / корпоративные облигации также распределена поквартально пропорционально вложениям в акции / корпоративные облигации исходя из общей суммы вычетов по типам А и Б (табл. П.И.1 приложения И).

В приложении К (табл. П.К.1) собраны данные об общей сумме активов ИИС на конце 2019 г. и сумме активов, в отношении которой заявлены налоговые вычеты.

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей акций частных инвесторов.

Анализ проводится на основе индексов Московской биржи. Санкт-Петербургская биржа в силу своей специализации на торгах ценными бумагами иностранных эмитентов из анализа исключается.

Применительно к нашей цели для определения отраслевой структуры инвестиций граждан в акции возможно использовать следующие показатели:

1. Индексы акций Московской биржи, являющиеся ключевыми индикаторами организованного рынка ценных бумаг России. Индексы акций Московской биржи относятся к типу взвешенных по капитализации с учётом free-float фондовых индексов. В семействе индексов Московской биржи нашим целям отвечают в первую очередь наиболее диверсифицированные и универсальные индексы: индекс МосБиржи IMOEX (в его составе по состоянию на 01.09.2020 акции 38 эмитентов) и индекс широкого рынка MOEXVMI. При этом основной бенчмарк – индекс МосБиржи (до декабря 2017 г. – индекс ММВБ) – включает наиболее ликвидные акции крупнейших и динамично развивающихся российских эмитентов. Индекс акций широкого рынка состоит из топ-100 акций российского рынка по ликвидности и капитализации. Из 100 акций индекса широкого рынка формируются также корзины отраслевых индексов.

Помимо индекса МосБиржи и индекса широкого рынка, возможно использование индекса голубых фишек MOEXBC, состоящего из акций 15 наиболее ликвидных и капитализированных эмитентов. Однако применение данного индекса, на наш взгляд, менее обоснованно, поскольку в нем отсутствует широкая диверсификация по отраслям и эмитентам.

2. Иной доступный индикатор отраслевой структуры инвестиций граждан. Так, в 2020 г. Московская биржа разработала аналитический продукт «Портфель частного инвестора» (он же «Народный портфель»), который показывает долю наиболее популярных акций российских компаний в инвестиционных портфелях физических лиц. «Портфель частного инвестора» может быть использован аналитиками и инвестиционными консультантами,

брокерскими компаниями и банками с целью исследования предпочтений и поведения массового инвестора на рынке ценных бумаг. Анализ предпочтений инвесторов проводится на основе обезличенных агрегированных данных по открытым позициям частных инвесторов в наиболее ликвидных акциях фондового рынка Московской биржи на определенную дату. Состав публикуемого портфеля ограничен 10 бумагами с наибольшей долей.

В составе «Портфеля частного инвестора» учитываются клиенты – физические лица, впервые пришедшие на рынок начиная с 2015 г. Для каждой бумаги, по каждому физическому лицу рассчитан нетто-объем (объем покупок минус объем продаж) на отчетную дату. Также по каждой бумаге агрегированы позиции частных инвесторов и отсортированы по убыванию.

Таким образом, апробирование заявленной в пп. 3.1 и 4.1 авторской методики в отношении инвестиций граждан в акции на ИИС возможно как на основании индексов Московской биржи, так и на основании «Портфеля частного инвестора». Поскольку применение индексов для анализа возможно как по акциям, так и по облигациям, а «Портфеля частного инвестора» – только по акциям, то логично тестировать методику в двух вариантах: для акций – на основании «Портфеля частного инвестора», и для корпоративных облигаций – на основании индекса корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR. Подобный выбор дает нам больше возможностей для применения алгоритма, трактовки результатов и выявления «узких» мест. Немаловажно, что в «Портфеле частного инвестора» учитываются позиции физических лиц, пришедших на рынок с 2015 г., что как раз и совпадает с внедрением ИИС.

Этап 4. Анализ структуры определенного на этапе 3 показателя с определением конкретных эмитентов акций и их группировкой по отраслям / подотраслям.

Приступаем к определению отраслевой структуры инвестиций граждан в акции российских компаний исходя из отрасли и подотрасли принадлежности эмитента (табл. П.Л.1 приложения Л) на основании анализа структуры

«Портфеля частного инвестора» [400].

В дальнейшем мы вынуждены исключить из анализа акции компании «Яндекс», поскольку компания является транснациональной и зарегистрирована в Нидерландах. В режиме торгов Московской биржи «Яндекс» именуется публичной компанией с ограниченной ответственностью Яндекс Н.В. (Public Limited Liability Company Yandex N.V.), акции «Яндекса» отнесены к акциям иностранного эмитента (тикер YNDX). Соответственно, приобретение российскими инвесторами акций «Яндекса» стимулирует развитие иностранного бизнеса и не является значимым для проводимого анализа. Свою точку зрения относительно приобретения акций иностранных эмитентов в рамках ИИС автор высказывает позднее.

Этап 5. Анализ данных о суммах инвестиций индивидуальных инвесторов в конкретные отрасли / подотрасли / корпорации.

Данные о суммах инвестиций граждан в конкретные предприятия приведены в приложении Л (табл. П.Л.1). Отраслевая и подотраслевая структуры инвестиций индивидуальных инвесторов в акции представлена в приложении М (табл. П.М.1).

Этап 6. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 5.

Данные по отраслевой рентабельности активов представлены в приложении Н (табл. П.Н.1). В сочетании с данными этапа 5 названные данные представлены в приложении М (табл. П.М.1).

Этап 7. Расчет на основе результатов этапа 6 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных подотраслей за счет средств частных инвесторов.

Ставка по налогу на прибыль принимается равной 20 %.

Приложение П (табл. П.П.1) содержит итоговую информацию относительно прироста налога на прибыль анализируемых подотраслей.

Этап 8. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов акций

и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период времени.

Сбор данных осуществляется вручную. Автором была предпринята попытка выгрузки данных из российских сервисов проверки контрагентов «Прима-Информ» и Seldon.Basis. Выгрузка данных в Excel возможна с сервиса проверки контрагентов Seldon.Basis, однако по каждому эмитенту отдельно. Что касается иностранных баз данных, то они являются платными, региональные университеты к ним доступа не имеют; автор работы личным доступом не располагает.

Данные об активах и выручке конкретных эмитентов акций и КГЭ приведены в приложении Р по РСБУ (табл. П.Р.1) и в приложении С по МСФО (табл. П.С.1).

Этап 9. Анализ доли средств индивидуальных инвесторов с учётом налоговых льгот в активах конкретных эмитентов акций и КГЭ для определения прироста их выручки.

Результаты этапа 9 представлены в приложении Р (табл. П.Р.1) и приложении С (табл. П.С.1).

Этап 10. Расчет на основе результатов этапа 9 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций за счет средств частных инвесторов.

Ставки отраслевой налоговой нагрузки по видам экономической деятельности в 2019 г. приведены в приложении Т (табл. П.Т.1).

Мы провели анализ в двух вариантах: как по отдельно взятым организациям по РСБУ (табл. П.Р.1 приложения Р), так и по КГЭ по МСФО (табл. П.С.1 приложения С).

Этап 11. Сравнительный анализ налоговых расходов по конкретной налоговой льготе и прироста суммарных налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль (таблица 5.6) и по налоговым платежам в целом (таблица 5.7).

Таблица 5.6. – Соотношение налоговых вычетов по ИИС (инструмент – акции) и прироста по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г., млн руб.

Сумма инвестиций в акции	Налоговый вычет по ИИС (инструмент – акции)	Прирост по налогу на прибыль подотраслей	Эффект от налогового вычета
102609,52	6464,4	2264,57	-4199,83

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1, таблицы 5.5 и приложения П (табл. П.П.1)

Для расчета показателя во втором столбце нами была взята средняя ставка налогового вычета по ИИС по итогам 2015–2019 гг., равная 6,31 % (таблица 5.5).

Таблица 5.7. – Соотношение налоговых вычетов по ИИС (инструмент – акции) и приросту налоговых платежей эмитентов по итогам 2019 г., млрд руб.

Сумма инвестиций в акции	102,6
Налоговый вычет по ИИС (инструмент – акции)	6,4
Прирост налоговых платежей (РСБУ)	8,5
Эффект от налогового вычета (РСБУ)	2,1
Прирост налоговых платежей (МСФО)	15,74
Эффект от налогового вычета (МСФО)	9,34

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1, таблицы 5.5, приложения Р (табл. П.Р.1) и приложения С (табл. П.С.1)

Этап 12. Определение фискальной эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов.

Фискальная эффективность рассчитывается нами как отношение прироста налоговых платежей к налоговым расходам (сумме налогового вычета) по конкретному инструменту в рамках ИИС. Фискальная эффективность инвестиционного налогового вычета для индивидуальных инвесторов в рамках ИИС (инструмент – акции) по итогам 2019 г. (расчет по РСБУ) составила 32,8 % годовых (отношение строки 4 к строке 2 таблицы 5.7).

Эффективность от предоставления налогового вычета по МСФО, соответственно, составила 146 % годовых (отношение строки 6 к строке 2

таблицы 5.7).

Этап 13. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности налоговой льготы.

Согласно данным таблицы 5.7, эффект от инвестиций граждан в акции российских корпораций в рамках ИИС, безусловно, есть, и он весьма значителен. Мы видим, что привлечение инвестиций граждан в акции в сумме более 100 млрд руб. в рамках ИИС обошлось государству в 6,464 млрд руб. Данные инвестиции не компенсированы приростом по налогу на прибыль корпораций, чьи акции граждане приобрели. Эффект в данном случае отрицательный; убыток составляет более 4 млрд руб. Однако данный расчет нельзя считать полностью корректным по следующей причине. Корпорации являются плательщиками не только налога на прибыль, но и других налогов. Для более полной оценки прироста налоговых платежей необходимо учитывать не столько налог на прибыль, сколько налоговую нагрузку в целом.

Если анализировать отчетность конкретных компаний – эмитентов по РСБУ, то прирост выручки вследствие привлечения средств на ИИС (инструмент – акции) составил 27,33 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 8,5 млрд руб. (таблица П.Р.1 приложения Р). При анализе аналогичных показателей по консолидированной отчетности эмитентов (МСФО) доля средств ИИС в составе консолидированных активов и выручки групп предприятий ожидаемо ниже, однако в целом эффект более значителен. Так, прирост выручки вследствие привлечения средств на ИИС составил 56,04 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 15,74 млрд руб. (таблица П.С.1 приложения С).

Что же касается фискальной эффективности предоставления налоговых вычетов по ИИС гражданам с целью приобретения акций, то ее значения (32,8 % годовых по РСБУ и 146 % по МСФО) позволяют говорить о высокой эффективности данной налоговой льготы. Данные значения эффективности, по сути – доходности, превышают доходность любого классического

инвестирования.

Более подробно трактовка результатов апробации авторской методики оценки налоговых льгот для индивидуальных инвесторов (инструмент – акции) будет проведена в п. 5.3.

5.1.2. Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке корпоративных облигаций на примере индивидуальных инвестиционных счетов

Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на рынке корпоративных облигаций на примере ИИС проводится согласно этапам, заявленным в пп. 3.1 и 4.1.

Этап 1. Анализ данных о динамике льготлируемых инвестиций частных инвесторов с выделением инвестиций в корпоративные облигации.

Таблица 5.1 (п. 5.1.1) представляет данные относительно суммарных инвестиций граждан на ИИС с выделением отдельно вложений в корпоративные облигации.

С целью определения вклада активов ИИС в долговой капитал российских корпораций нам необходимы данные относительно объемов выпуска корпоративных облигаций. Подобную статистику представляет Банк России. При этом столбец 2 таблицы 5.8 подразумевает объем выпущенных на российском рынке долговых бумаг без учета облигаций Банка России, а также облигаций органов государственного управления и нерезидентов. Доля активов ИИС рассчитана на основе суммарной стоимости корпоративных облигаций на ИИС (таблица 5.8).

Таблица 5.8. – Объемы выпущенных на внутреннем рынке облигаций российских корпораций с учётом доли активов ИИС, 2015–2019 гг., квартальные данные

Дата	Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых бумаг корпораций, млн руб.	Доля активов ИИС в объеме выпущенных на внутреннем рынке корпоративных облигаций, %
31.03.15	6 658 663	0,003
30.06.15	6 910 254	0,005
30.09.15	7 126 274	0,008
31.12.15	7 473 738	0,016
31.03.16	7 436 993	0,013
30.06.16	7 891 293	0,016
30.09.16	8 092 050	0,018
31.12.16	8 920 553	0,037
31.03.17	9 086 072	0,041
30.06.17	9 629 829	0,044
30.09.17	10 005 085	0,054
31.12.17	10 865 136	0,071
31.03.18	11 119 648	0,107
30.06.18	11 110 973	0,131
30.09.18	11 133 693	0,146
31.12.18	11 282 983	0,175
31.03.19	11 501 505	0,227
30.06.19	11 918 896	0,242
30.09.19	12 078 478	0,286
31.12.19	12 726 758	0,372

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [404] и таблицы 5.1 (п. 5.1.1)

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных частным инвесторам налоговых льгот (налоговых расходов) с разбивкой по видам ценных бумаг (корпоративных облигаций).

Результаты данного этапа представлены в таблицах 5.3–5.5 (п. 5.1.1), таблице П.И.1 приложения И, таблице П.К.1 приложения К.

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей частных инвесторов.

Для определения отраслевой структуры инвестиций в корпоративные облигации нами был выбран индекс корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR (на 01.09.2020 включал 103 облигации). Индекс корпоративных

облигаций Московской биржи – основной индикатор рынка российского корпоративного долга. Он включает наиболее ликвидные облигации российских заемщиков, допущенные к торгам на Московской бирже, с дюрацией более одного года, рассчитывается в режиме реального времени по методам совокупного дохода и чистых цен. Следует отметить, что выбора показателей, характеризующих структуру инвестиций частных инвесторов в облигации, на российском рынке нет.

Этап 4. Анализ структуры определенного на этапе 3 фондового индекса с определением конкретных эмитентов корпоративных облигаций и их группировкой по отраслям / подотраслям.

Мы исследуем структуру индекса корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR по состоянию на 31.12.2019. На данную дату в индекс входит 159 корпоративных облигаций 54 компаний – эмитентов. Отраслевая структура индекса RUCBITR представлена в таблице П.У.1 приложения У.

Как показывают данные таблицы П.У.1 приложения У, доминируют на российском рынке корпоративных облигаций отрасли финансов, нефти и газа и транспорта. Далее данные таблицы П.У.1 приложения У обобщены, сгруппированы и представлены обобщенно в таблице П.Ф.1 приложения Ф.

Этап 5. Анализ данных о суммах инвестиций индивидуальных инвесторов в конкретные подотрасли.

Подотраслевая структура инвестиций индивидуальных инвесторов в корпоративные облигации представлена в таблице П.Х.1 приложения Х.

Этап 6. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 5.

Данные по отраслевой рентабельности активов представлены в таблице П.Н.1 приложения Н. В сочетании с данными этапа 5 названные данные представлены в таблице П.Х.1 приложения Х.

Этап 7. Расчет на основе результатов этапа 6 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных подотраслей за

счет средств частных инвесторов.

Ставка по налогу на прибыль принимается равной 20 %.

Таблица П.Х.1 приложения Х содержит итоговую информацию относительно прироста налога на прибыль анализируемых подотраслей.

Этап 8. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период времени.

Сбор данных был проведен по бухгалтерской отчетности 54 компаний эмитентов и достаточно объем, детализированные таблицы представлены в приложении Ц (табл. П.Ц.1–П.Ц.10, по отдельно взятым организациям по РСБУ) и в приложении Ш (табл. П.Ш.1–П.Ш.10, по КГЭ по МСФО).

Этап 9. Анализ доли средств индивидуальных инвесторов с учётом налоговых льгот в активах конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ для определения прироста их выручки.

Результаты этапа 9 представлены в приложении Ц (табл. П.Ц.1–П.Ц.10, по отдельно взятым организациям по РСБУ) и в приложении Ш (табл. П.Ш.1–П.Ш.10, по КГЭ по МСФО).

Этап 10. Расчет на основе результатов этапа 9 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций за счет средств частных инвесторов.

Ставки отраслевой налоговой нагрузки по видам экономической деятельности в 2019 г. приведены в таблице П.Т.1 приложения Т.

Мы провели анализ в двух вариантах: как по отдельно взятым организациям по РСБУ (табл. П.Ц.1–П.Ц.10 приложения Ц), так и по КГЭ по МСФО (табл. П.Ш.1–П.Ш.10 приложения Ш).

Обращаем внимание на следующий факт. Удельные веса эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей кардинально отличаются от удельных весов эмитентов отрасли в индексе корпоративных облигаций Московской биржи. Если в тройку отраслевых лидеров индекса входят отрасли финансов,

нефти и газа и транспорта, то в приросте налоговых платежей лидируют отрасли нефти и газа (с огромным отрывом), телекоммуникаций и финансов. Подобная ситуация объясняется двумя факторами:

– налоговая нагрузка по отрасли нефти и газа максимальна (50,9 % по итогам 2019 г.), далее следуют отрасль финансов (17,9 %) и телекоммуникаций (17,2 %);

– предприятия названных отраслей, присутствующие в индексе корпоративных облигаций Московской биржи, лидируют по сумме активов и объемам выручки.

Показатели прироста налоговых платежей по КГЭ в случае анализа инвестиций в корпоративные облигации незначительно отличаются от данных, полученных при анализе РСБУ. Лидерами в составе общего прироста налоговых платежей также выступают отрасли нефти и газа, телекоммуникаций и финансов.

Этап 11. Сравнительный анализ налоговых расходов по конкретной налоговой льготе и прироста суммарных налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль (таблица 5.9) и по налоговым платежам в целом (таблица 5.10).

Таблица 5.9. – Соотношение налоговых вычетов по ИИС (инструмент – корпоративные облигации) и прироста по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г., млн руб.

Сумма инвестиций в корпоративные облигации	Налоговый вычет по ИИС (инструмент – корпоративные облигации)	Прирост по налогу на прибыль подотраслей	Эффект от налогового вычета
47358,24	2988,3	649,6	-2338,7

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1 (п. 5.1.1), таблицы 5.5 (п. 5.1.1) и таблицы П.Х.1 приложения Х.

Полученные данные позволяют нам сформировать итоговую таблицу 5.10, позволяющую сделать вывод относительно прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций вследствие приобретения индивидуальными инвесторами их ценных бумаг.

Таблица 5.10. – Соотношение налоговых вычетов по ИИС (инструмент – корпоративные облигации) и прироста налоговых платежей эмитентов по итогам 2019 г., млрд руб.

Сумма инвестиций в корпоративные облигации	47,4
Налоговый вычет по ИИС (инструмент – корпоративные облигации)	3,0
Прирост налоговых платежей (РСБУ)	3,6
Эффект от налогового вычета (РСБУ)	0,6
Прирост налоговых платежей (МСФО)	3,7
Эффект от налогового вычета (МСФО)	0,78

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1 (п. 5.1.1), таблицы 5.5 (п. 5.1.1), таблицы П.Щ.1 приложения Щ и таблицы П.Э.1 приложения Э

Этап 12. Определение фискальной эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов.

Фискальная эффективность инвестиционного налогового вычета для индивидуальных инвесторов в рамках ИИС (инструмент – корпоративные облигации) по итогам 2019 г. (расчет по РСБУ) составила 20 % годовых (отношение строки 4 к строке 2 таблицы 5.10).

Эффективность от предоставления налогового вычета по МСФО, соответственно, составила 26,5 % годовых (отношение строки 6 к строке 2 таблицы 5.10).

Этап 13. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности налоговой льготы.

Фискальный эффект от инвестиций граждан в облигации российских корпораций менее значителен, чем при покупке акций, однако все же

присутствует. Вследствие инвестиций на ИИС прирост по налогу на прибыль подотраслей, в состав которых входили эмитенты корпоративных облигаций, составил немногим более полумиллиарда рублей. Так же, как и в ситуации с инвестициями в акции в рамках ИИС, инвестиции государства в приобретение гражданами корпоративных облигаций не окупаются отдачей от налога на прибыль корпораций, однако окупаются суммарными налоговыми платежами анализируемых корпораций.

Если анализировать отчетность конкретных компаний – эмитентов по РСБУ, то прирост выручки анализируемых компаний вследствие привлечения средств на ИИС составил 16,18 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 3,6 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета, соответственно, составил 0,6 млрд руб.; фискальная эффективность – 20 % годовых.

При анализе аналогичных показателей по консолидированной отчетности эмитентов (МСФО) прирост выручки вследствие привлечения средств на ИИС составил 17,69 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 3,7 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета, соответственно, составил 0,78 млрд руб., фискальная эффективность – 26,5 % годовых. Разрыв между эффектами по РСБУ и МСФО в случае корпоративных облигаций существенно меньше, чем в случае с акциями, что объясняется меньшим масштабом КГЭ облигаций. Если в «Портфеле частного инвестора» мы говорим в основном о «голубых фишках» и близких к ним инструментах, то в индекс корпоративных облигаций входят компании меньшего масштаба, в том числе – и с меньшим размахом консолидированности.

Более подробно трактовка результатов апробации авторской методики оценки налоговых льгот для индивидуальных инвесторов (инструмент – корпоративные облигации) будет проведена в п. 5.3.

5.2. Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке корпоративных облигаций на примере негосударственных пенсионных фондов

Апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ проводится согласно этапам, заявленным в пп. 3.1 и 4.2.

Апробацию авторской методики затрудняют следующие факторы:

– отсутствие информации относительно структуры пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ до 2019 г. (данные на сайте Банка России доступны только начиная с 2019 г.);

– «заморозка» пенсионных накоплений, действующая с 2014 г. по настоящее время.

С учётом данных факторов, а также необходимости сравнения результатов апробации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере НПФ с аналогичными результатами по ИИС, анализ данных в настоящем параграфе проводится только по результатам 2019 г. Кроме того, основным инструментом, занимающим около или более половины портфеля НПФ как по пенсионным резервам, так и по пенсионным накоплениям, являются корпоративные облигации (таблица П.1.1 приложения 1 и таблица П.2.1 приложения 2). Поэтому апробация авторской методики на примере НПФ проведена по итогам 2019 г. на основе анализа корпоративных облигаций. При этом на отдельных этапах статистические данные представляются для цели наглядности в более полном виде, по расширенному временному интервалу. На отдельных этапах апробации авторской методики используются статистические данные, приведенные ранее, в п. 5.1.2.

Этап 1. Анализ данных о динамике льготлируемых инвестиций частных инвесторов с выделением инвестиций в корпоративные облигации.

Данные об объемах средств НПФ (пенсионные резервы и пенсионные накопления) с выделением сумм инвестиций в корпоративные облигации представлены нами в таблице 5.11. Данные об объемах пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ и средств ПФР также представлены в наглядной форме (рис. П.Ю.1 приложения Ю).

Таблица 5.11. – Объем пенсионных резервов и пенсионных накоплений НПФ, 2017–2021 гг., трлн руб.

Дата	Объем пенсионных резервов НПФ	Объем пенсионных накоплений НПФ	Объем корпоративных облигаций в составе пенсионных резервов НПФ	Объем корпоративных облигаций в составе пенсионных накоплений НПФ
31.12.17	1,21	2,47	н/д	н/д
31.03.18	1,25	2,63	н/д	н/д
30.06.18	1,25	2,66	н/д	н/д
30.09.18	1,25	2,64	н/д	н/д
31.12.18	1,26	2,6	н/д	н/д
31.03.19	1,3	2,68	н/д	н/д
30.06.19	1,33	2,74	н/д	н/д
30.09.19	1,37	2,79	н/д	н/д
31.12.19	1,41	2,85	0,62	1,46
31.03.20	1,39	2,82	0,64	1,46
30.06.20	1,43	2,89	0,67	1,56
30.09.20	1,46	2,93	0,69	1,58
31.12.20	1,5	3,0	0,70	1,57
31.03.21	1,5	3,0	0,69	1,55
30.06.21	1,5	3,0	0,73	1,54

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]

Этап 2. Сбор данных о размере предоставленных частным инвесторам налоговых льгот (налоговых расходов) с разбивкой по видам ценных бумаг (корпоративных облигаций).

Поскольку подобные данные ФНС России не предоставляет, на данном

этапе сделан авторский расчет на основе данных об объемах пенсионных резервов и пенсионных накоплений (таблица 5.11) и доходности пенсионных резервов и пенсионных накоплений (таблица 5.12). Данные о доходности пенсионных средств НПФ и ПФР также представлены в наглядной форме (рис. П.Я.1 приложения Я).

Таблица 5.12. – Доходность инвестирования пенсионных средств, 2017–2021 гг., %

Доходность инвестирования пенсионных средств	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.	1 кв. 2021 г.	1ПГ 2021 г.
Доходность инвестирования пенсионных накоплений	3,8	0,1	10,7	7,2	4,1	5,0
Доходность размещения пенсионных резервов	4,3	5,6	8,0	5,8	1,4	2,4

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]

Авторский расчет размера предоставленных НПФ налоговых льгот по налогу на прибыль от размещения пенсионных резервов представлен в таблице 5.13.

Таблица 5.13. – Суммы налоговой льготы для НПФ по налогу на прибыль (размещение пенсионных резервов), 2017–2020 гг.

Наименование показателя / год	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Сумма пенсионных резервов НПФ на начало периода, млрд руб.	1096,76	1209,92	1260	1410
Доходность размещения пенсионных резервов, % годовых	4,3	5,6	8	5,8
Ставка рефинансирования Банка России, % годовых	10,5	7,5	6,25	4,25
Сумма дохода НПФ по размещению пенсионных резервов, млрд руб.	47,16	67,76	100,8	81,78
Необлагаемый доход, млрд руб.	115,16	90,74	78,75	59,93
Сумма льготы по налогу на прибыль, млрд руб.	9,43	13,55	15,75	11,99

Окончание Таблицы 5.13

Доля корпоративных облигаций в сумме льготы по налогу на прибыль, %	н/д	н/д	6,91	5,64
Отношение суммы льготы по налогу на прибыль к сумме пенсионных резервов НПФ, %	0,86	1,12	1,25	0,85

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]

Авторский расчет размера предоставленных НПФ налоговых льгот по налогу на прибыль от инвестирования пенсионных накоплений представлен в таблице 5.14.

Таблица 5.14. – Суммы налоговой льготы для НПФ по налогу на прибыль (инвестирование пенсионных накоплений), 2017–2020 гг.

Наименование показателя / год	2017 г.	2018 г.	2019 г.	2020 г.
Сумма пенсионных накоплений НПФ на начало периода, млрд руб.	2114,61	2467,48	2600	2850
Доходность размещения пенсионных накоплений, % годовых	3,8	0,1	10,7	7,2
Сумма дохода НПФ по инвестированию пенсионных накоплений, млрд руб.	80,36	2,47	278,2	205,2
Необлагаемый доход, млрд руб.	80,36	2,47	278,2	205,2
Сумма льготы по налогу на прибыль, млрд руб.	16,07	0,49	55,64	41,04
Доля корпоративных облигаций в сумме льготы по налогу на прибыль, %	н/д	н/д	28,57	21,71
Отношение суммы льготы по налогу на прибыль к сумме пенсионных накоплений НПФ, %	1,21	0,57	2,75	1,86

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]

Этап 3. Обзор доступных фондовых индексов и иных подобных показателей, характеризующих состав портфелей частных инвесторов.

Поскольку основным финансовым инструментом как при размещении пенсионных резервов, так и при инвестировании пенсионных накоплений выступают облигации, для анализа нами был выбран индекс корпоративных

облигаций Мосбиржи RUCBITR. Превалирование в составе портфелей НПФ долговых финансовых инструментов отмечают и другие авторы, например, Н.Б. Болдырева и Л.Г. Решетникова [59].

Этап 4. Анализ структуры определенного на этапе 3 фондового индекса с определением конкретных эмитентов корпоративных облигаций и их группировкой по отраслям / подотраслям.

Структура индекса корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR по состоянию на 31.12.2019 уже была упомянута в п. 5.1.2 и представлена нами в таблице П.У.1 приложение У.

Этап 5. Анализ данных о суммах инвестиций институциональных инвесторов в конкретные подотрасли.

Подотраслевая структура инвестиций НПФ в корпоративные облигации представлена в таблице П.3.1 приложения 3 (по пенсионным резервам) и таблице П.4.1 приложения 4 (по пенсионным накоплениям).

Этап 6. Анализ ретроспективных статистических данных по отраслевой рентабельности активов в сочетании с данными этапа 5.

Данные по отраслевой рентабельности активов представлены в таблице П.Н.1 приложения Н. В сочетании с данными этапа 5 названные данные представлены в таблице П.3.1 приложения 3 (по пенсионным резервам) и Таблице П.4.1 приложения 4 (по пенсионным накоплениям).

Этап 7. Расчет на основе результатов этапа 6 и ставок по налогу на прибыль прироста платежей по налогу на прибыль конкретных подотраслей за счет средств частных инвесторов.

Ставка по налогу на прибыль принимается равной 20 %.

Таблица П.3.1 приложения 3 (по пенсионным резервам) и таблица П.4.1 приложения 4 (по пенсионным накоплениям) содержат итоговую информацию относительно прироста налога на прибыль анализируемых подотраслей.

Этап 8. Сбор данных об активах и выручке конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ на конкретные даты / за конкретный период

времени.

Сбор данных был проведен по бухгалтерской отчетности 54 компаний эмитентов и достаточно объемён, детализированные таблицы представлены в приложении Ц (таблицы П.Ц.1–П.Ц.10, по отдельно взятым организациям по РСБУ) и в приложении Ш (Таблицы П.Ш.1–П.Ш.10, по КГЭ по МСФО).

Этап 9. Анализ доли средств институциональных инвесторов с учётом налоговых льгот в активах конкретных эмитентов корпоративных облигаций и КГЭ для определения прироста их выручки.

Результаты этапа 9 представлены в приложении Ц (таблицы П.Ц.1–П.Ц.10, по отдельно взятым организациям по РСБУ) и в приложении Ш (таблицы П.Ш.1–П.Ш.10, по КГЭ по МСФО).

Этап 10. Расчет на основе результатов этапа 9 и ставок отраслевой / подотраслевой налоговой нагрузки прироста налоговых платежей конкретных корпораций за счет средств частных инвесторов.

Ставки отраслевой налоговой нагрузки по видам экономической деятельности в 2019 г. приведены в таблице П.Т.1 приложения Т.

Результаты этапа 9 представлены обобщенно в таблице П.5.1 приложения 5 (пенсионные резервы НПФ, расчет по РСБУ), таблице П.6.1 приложения 6 (пенсионные накопления НПФ, по РСБУ), таблице П.7.1 приложения 7 (пенсионные резервы НПФ, расчет по МСФО), таблице П.8.1 приложения 8 (пенсионные накопления НПФ, расчет по МСФО).

Поскольку мы анализируем инвестиции НПФ в корпоративные облигации по тому же показателю, что и инвестиции индивидуальных инвесторов в корпоративные облигации (индексу Мосбиржи RUCBITR), то и данные получаем подобные, кратно превышающие объем активов НПФ в корпоративных облигациях над суммой активов ИИС в данном же инструменте. Поэтому и показатели прироста налоговых платежей по КГЭ также незначительно отличаются от данных, полученных при анализе РСБУ. Лидерами в составе общего прироста налоговых платежей все также выступают

отрасли нефти и газа, телекоммуникаций и финансов.

Этап 11. Сравнительный анализ налоговых расходов по конкретной налоговой льготе и прироста суммарных налоговых платежей отраслей в двух вариантах: по налогу на прибыль (таблица 5.15) и по налоговым платежам в целом (таблица 5.16).

Таблица 5.15. – Соотношение налоговых льгот по налогу на прибыль НПФ (инструмент – корпоративные облигации) и прироста по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г., млн руб.

Сумма инвестиций в корпоративные облигации	Налоговая льгота (инструмент – корпоративные облигации)	Прирост по налогу на прибыль подотраслей	Эффект от налогового вычета
Пенсионные резервы НПФ			
618423,36	6907,92	8583,39	1675,47
Пенсионные накопления НПФ			
1463510,1	28571,83	20294,14	-8277,69

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблиц 5.1, 5.3 и 5.4, таблицы П.3.1 приложения 3, таблицы П.4.1 приложения 4

Полученные данные позволяют нам сформировать итоговую таблицу 5.16, позволяющую сделать вывод относительно прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций вследствие приобретения НПФ их ценных бумаг.

Этап 12. Определение фискальной эффективности налоговых льгот для институциональных инвесторов.

Фискальная эффективность предоставления налоговой льготы по налогу на прибыль НПФ по доходам от размещения пенсионных резервов (инструмент – корпоративные облигации) по итогам 2019 г. (расчет по РСБУ) составила 572 % годовых (отношение строки 4 к строке 2 таблицы 5.16); аналогичный показатель по доходам от инвестирования пенсионных накоплений – 284 %.

Таблица 5.16. – Соотношение налоговых вычетов по ИИС (инструмент – корпоративные облигации) и прироста налоговых платежей эмитентов по итогам 2019 г., млрд руб.

Пенсионные резервы НПФ	
Сумма инвестиций в корпоративные облигации	618,4
Налоговая льгота по налогу на прибыль (инструмент – корпоративные облигации)	6,9
Прирост налоговых платежей (РСБУ)	46,4
Эффект от налогового вычета (РСБУ)	39,5
Прирост налоговых платежей (МСФО)	48,8
Эффект от налогового вычета (МСФО)	41,9
Пенсионные накопления НПФ	
Сумма инвестиций в корпоративные облигации	1463,5
Налоговая льгота по налогу на прибыль (инструмент – корпоративные облигации)	28,6
Прирост налоговых платежей (РСБУ)	109,9
Эффект от налогового вычета (РСБУ)	81,3
Прирост налоговых платежей (МСФО)	115,4
Эффект от налогового вычета (МСФО)	86,8

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1, 5.3 и 5.4, таблицы П.5.1 приложения 5, таблицы П.6.1 приложения 6, таблицы П.7.1 приложения 7 и таблицы П.8.1 приложения 8

Фискальная эффективность предоставления налоговой льготы по налогу на прибыль НПФ по доходам инвестирования пенсионных резервов (инструмент – корпоративные облигации) по итогам 2019 г. (расчет по МСФО) составила 607 % годовых (отношение строки 6 к строке 2 таблицы 5.16); аналогичный показатель по доходам от инвестирования пенсионных накоплений – 303 %.

Этап 13. Трактовка показателей фискального эффекта и фискальной эффективности налоговой льготы.

Фискальный эффект от инвестиций НПФ в облигации российских корпораций чрезвычайно значителен вследствие двух факторов: значительных активов НПФ и преобладания в их структуре именно облигаций, а также

существенности налоговых льгот по налогу на прибыль. Так, доход от размещения пенсионных резервов освобожден от обложения налогом на прибыль частично, в то время как доход от инвестирования пенсионных накоплений – полностью. В отличие от результатов анализа эффективности налоговых льгот по ИИС (инструмент – корпоративные облигации), где инвестиции государства в приобретение гражданами корпоративных облигаций не окупаются отдачей от налога на прибыль корпораций, налоговые расходы государства по поддержке инвестиций НПФ в корпоративные облигации по пенсионным резервам уже окупаются при анализе налога на прибыль. По пенсионным накоплениям прирост налога на прибыль эмитентов корпоративных облигаций не покрывает налоговые расходы государства на предоставление налоговой льготы. При этом приросты суммарных налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций в несколько раз превосходят налоговые расходы по предоставлению НПФ налоговых льгот при размещении пенсионных резервов и инвестировании пенсионных накоплений.

Если анализировать отчетность конкретных компаний – эмитентов по РСБУ, то прирост выручки анализируемых компаний вследствие привлечения средств пенсионных резервов НПФ составил 211,34 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 46,4 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета, соответственно, равнялся 39,5 млрд руб.; фискальная эффективность – 572 % годовых. По пенсионным накоплениям НПФ (анализ эмитентов по РСБУ) прирост выручки анализируемых компаний вследствие привлечения средств составил 500,14 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 109,9 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета, соответственно, составил 81,3 млрд руб.; фискальная эффективность – 284 % годовых.

При анализе аналогичных показателей по консолидированной отчетности эмитентов (МСФО) прирост выручки вследствие привлечения средств пенсионных резервов НПФ составил 230,94 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 48,8 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета,

соответственно, равнялся 41,9 млрд руб., фискальная эффективность – 607 % годовых. По пенсионным накоплениям НПФ (анализ эмитентов по МСФО) прирост выручки анализируемых компаний вследствие привлечения средств составил 546,52 млрд руб., а прирост налоговых платежей – 115,4 млрд руб. Эффект от предоставления налогового вычета, соответственно, составил 86,8 млрд руб.; фискальная эффективность – 303 % годовых.

Разрыв между эффектами по РСБУ и МСФО в случае инвестиций НПФ в корпоративные облигации также не очень значим, как и в случае с инвестициями индивидуальных инвесторов в корпоративные облигации в рамках ИИС, и объясняется теми же факторами.

Более подробно трактовка результатов апробации авторской методики оценки налоговых льгот для НПФ (инструмент – корпоративные облигации) в сравнении с результатами апробации методики оценки эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов на примере ИИС (инструменты – акции и корпоративные облигации) будет проведена в п. 5.3.

5.3. Трактовка результатов апробации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и рекомендации по совершенствованию авторской методики

В процессе апробации авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг мы пришли к нескольким группам результатов:

- трактовке фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов;
- некоторым существенным побочным результатам;
- обсуждению дискуссионных вопросов;
- предложениям по реформированию налоговых льгот для частных

инвесторов, включая изменения в законодательные акты;

– рекомендациям по совершенствованию авторской методики.

В плане трактовки фискальной эффективности, полученной в пп. 5.1.1, 5.1.2 и 5.2, результаты апробации авторской методики оценки налоговых льгот для частных инвесторов состоят в следующем:

1. Предоставление налоговых льгот по НДФЛ индивидуальным инвесторам в рамках ИИС имеет высокую фискальную эффективность при условии анализа прироста суммарной налоговой нагрузки корпораций, чьи акции и облигации приобрели инвесторы. При анализе только прироста по налогу на прибыль предоставление налоговых льгот по НДФЛ индивидуальным инвесторам в рамках ИИС не является эффективным. Данный результат получен в четырех вариантах: при анализе инвестиций индивидуальных инвесторов с использованием ИИС в акции и в корпоративные облигации, по РСБУ и МСФО.

Отметим, что исследований эффективности ИИС в РФ не проводилось, за редкими исключениями. Так, например, точка зрения М.С. Маймулова, констатирующего низкий уровень эффективности от внедрения системы ИИС [105], расходится с результатами, полученными автором.

2. Предоставление налоговых льгот по налогу на прибыль институциональным инвесторам (НПФ) имеет чрезвычайно высокую фискальную эффективность при условии анализа прироста суммарной налоговой нагрузки корпораций, облигации которых приобрели инвесторы. Корпоративные облигации в данном случае были выбраны как преобладающий в портфелях НПФ инструмент. При анализе только прироста по налогу на прибыль организаций предоставление институциональным инвесторам (НПФ) налоговой льготы является эффективным при проведении анализа по пенсионным резервам НПФ. Апробация авторской методики проведена для НПФ как по пенсионным резервам, так и по пенсионным накоплениям НПФ, по РСБУ и МСФО.

3. Если говорить о стоимости привлечения инвестиций частных инвесторов с позиции государства (налоговых расходов бюджета), то средняя стоимость привлечения инвестиций индивидуальных инвесторов по итогам 2015–2019 гг., составила 6,31 %. Для НПФ данный показатель по пенсионным накоплениям находится в диапазоне от 0,85 % до 1,25 % по пенсионным резервам и от 0,57 % до 2,75 % по пенсионным накоплениям по итогам 2017–2020 гг. Среднюю стоимость налоговых расходов государства по налоговой льготе для НПФ мы не рассчитываем вследствие сильного колебания доходности пенсионных резервов и пенсионных накоплений и, соответственно, существенного расхождения между суммами налоговых расходов по годам. Налоговые расходы государства по стимулированию инвестиций НПФ на рынке ценных бумаг существенно ниже, что и объясняет чрезвычайно высокую фискальную эффективность предоставления НПФ налоговых льгот.

4. Налоговые льготы при инвестировании на рынке ценных бумаг с позиции государства являются гораздо более существенными для индивидуальных инвесторов с использованием ИИС, нежели для институциональных (НПФ). С позиции инвестора налоговые льготы для индивидуальных инвесторов более значимы в сравнении с инвесторами институциональными.

5. Предоставление частным инвесторам налоговых льгот существенно повышает доходность их инвестиций. Если индивидуальные инвесторы приходят на рынок ценных бумаг именно вследствие предоставления им налоговых льгот, то НПФ налоговые льготы на рынке ценных бумаг даются априори, независимо от сумм активов, «замораживания» средств на определенный срок и прочих параметров.

Некоторые результаты трактовки фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов опубликованы в работах автора [31, 36].

Некоторые существенные побочные результаты исследования оценки фискальной эффективности налоговых льгот для **индивидуальных**

инвесторов состоят в следующем.

1. Рост суммы активов ИИС, равно как и сумм активов, инвестированных в акции и корпоративные облигации, имеет не линейную, а полиномиальную линию тренда и может быть описан уравнениями регрессии (5.1)–(5.3).

Введем условные обозначения:

Y_{ia} – суммарная стоимость активов на ИИС;

X – номер квартала, в течение 2015–2019 гг. принимает значения от 1 до 20;

Y_s – суммарная стоимость акций на ИИС;

Y_{cb} – суммарная стоимость корпоративных облигаций на ИИС;

Нами были получены следующие регрессионные уравнения:

$$Y_{ia} = 624,8 * X^2 - 4343,6 * X + 9758. \quad (5.1)$$

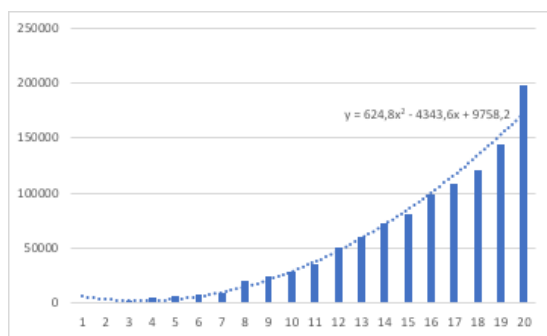


Рисунок 5.1 – Динамика суммарных активов на ИИС, 2015–2019 гг., квартальные данные, млн руб.

Источник: составлено автором

$$Y_s = 314,29 * X^2 - 2044,7 * X + 4517,8. \quad (5.2)$$

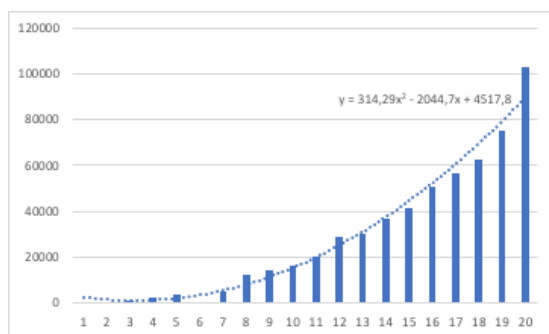


Рисунок 5.2 – Динамика суммарных активов на ИИС (инструмент – акции), 2015–2019 гг., квартальные данные, млн руб.

Источник: составлено автором

$$Y_{cb} = 187,1 * X^2 - 1889,1 * X + 4469. \quad (5.3)$$

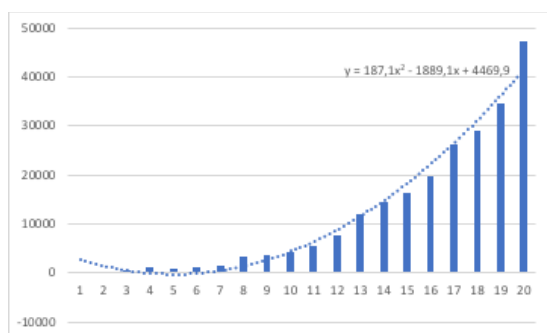


Рисунок 5.3 – Динамика суммарных активов на ИИС (инструмент – корпоративные облигации), 2015–2019 гг., квартальные данные, млн руб.

Источник: составлено автором

Мы предвидим критические замечания, касающиеся того, что граждане просто изъяли банковские вклады и разместили их на ИИС, тем самым обеспечив переток средств из одних инструментов в другие. Опровергая данные замечания, приводим статистические данные о суммах банковских вкладов с 2015 по 2019 г. Так, по состоянию на 01.01.2020 объем вкладов

физических лиц в коммерческих банках составил 30,5 трлн руб. [392], а на 01.01.2015 – 18,5 трлн руб. [405]. Соответственно, мы не можем объяснить рост средств на ИИС оттоком вкладов из коммерческих банков, а можем утверждать, что индивидуальные инвесторы пришли на рынок ценных бумаг с «дополнительными» инвестициями, увеличив при этом также и объем вкладов в коммерческих банках.

2. В четвертом квартале каждого года имеют место всплески активности инвесторов. Этот факт объясняется несовершенством законодательства. В настоящее время инвестор имеет право предъявить налоговый вычет в текущем году в том случае, если он инвестировал денежные средства в прошлом году, независимо от месяца. Таким образом, граждане, вложившие средства на ИИС в январе и декабре прошлого года, получают вычет в одно и то же время. Декабрьские инвестиции в этом случае являются самыми доходными.

3. Доля корпоративных облигаций на ИИС постепенно возрастает. Интерес российских инвесторов к акциям российских компаний объясняется, вероятно, мнением инвесторов о недооцененности российских компаний, а также инвестиционным опытом многих инвесторов.

4. Доля активов ИИС в структуре акционерного капитала российских корпораций существенно ниже, чем в структуре их корпоративного долга. Темпы роста последнего также опережают темпы роста акционерного капитала. Рост доли активов ИИС в структуре акционерного капитала российских корпораций может быть также описан уравнением полиномиальной регрессии:

$$d_{iia/mc} = 5E-06X^2 - 8E-06*X + 3E-05, \quad (5.4)$$

где $d_{iia/mc}$ – доля активов ИИС в структуре акционерного капитала российских корпораций (в процентах).

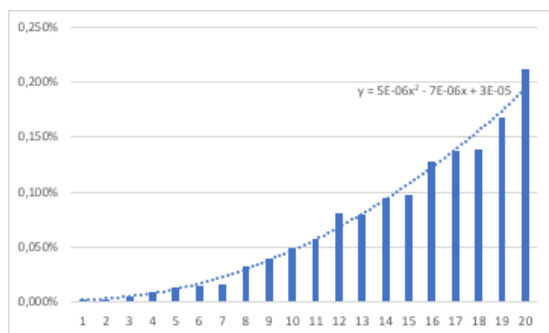


Рисунок 5.4 – Динамика доли активов ИИС в суммарной рыночной капитализации российских корпораций, %

Источник: составлено автором

5. Данные об активах ИИС напрямую свидетельствуют о значительном росте доли активов ИИС в структуре облигационного долга российских корпораций. Отметим, что данный показатель все еще мал (0,372 % на конец 2019 г.), однако темпы его роста опережают темпы роста долга российских корпораций. Рост доли активов ИИС в структуре корпоративного долга российских корпораций может быть также описан уравнением полиномиальной регрессии:

$$d_{iia/cb} = 1E-05X^2 - 0,0001*X + 0,00035, \quad (5.5)$$

где $d_{iia/cb}$ – доля активов ИИС в структуре корпоративного долга российских корпораций (в процентах).

6. Выбор инвестором ИИС типов А или Б представляет собой альтернативу между текущим налоговым эффектом в виде возмещения 13 % от инвестированной в течение года суммы (по ИИС типа А) и отложенным налоговым эффектом в результате освобождения от НДФЛ положительного финансового результата по счету (ИИС типа Б). Налоговый вычет по ИИС типа А более понятен и предсказуем для инвестора, в то время как вычет типа Б

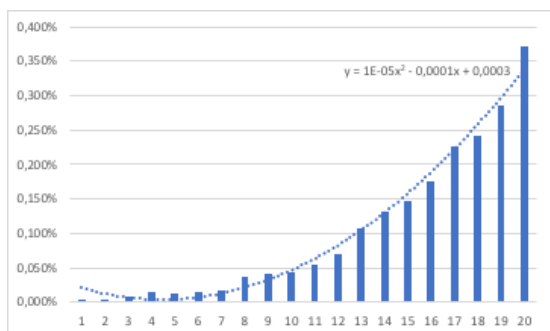


Рисунок 5.5 – Динамика доли активов ИИС в объеме выпущенных на внутреннем рынке корпоративных облигаций, %

Источник: составлено автором

менее определен в силу волатильности российского рынка.

7. ИИС типа Б чрезвычайно слабо распространены. При этом формально в РФ созданы все условия для развития ИИС типа Б, включая лимит по суммам ежегодных инвестиций, превышающий аналогичный показатель по американским Roth IRA. За весь период действия программы ИИС вычеты типа Б заявили лишь 290 человек в сравнении с 318 171 гражданином, декларировавшим вычет типа А. Вычеты типа Б были заявлены инвесторами дважды – в 2018 и 2019 гг. Если по итогам 2018 г. средняя сумма дохода, предъявленная к вычету по ИИС типа Б, составила 2 224,34 тыс. руб., что позволило нам в ранней публикации [31] говорить об использовании данного вычета опытными инвесторами, оперирующими производными финансовыми инструментами и практикующими спекулятивные стратегии. Соответственно, нами был сделан вывод об отсутствии необходимости стимулирования спекулятивной активности на российском рынке и ликвидации ИИС типа Б. По итогам декларационной кампании 2019 г. мы видим другую ситуацию:

– средняя сумма дохода, предъявленная к вычету по ИИС типа Б на трехлетнем интервале, составила 410,77 тыс. руб.;

– учитывая, что на ИИС можно вносить сумму в пределах 1 млн руб., а также рост российского рынка, данная сумма дохода является достаточно

стандартной;

– малое число инвесторов в рамках ИИС типа Б, а также короткий временной интервал не позволяют нам однозначно интерпретировать намерения инвесторов в качестве спекулятивных либо долгосрочных.

По мнению автора, препятствия в развитии ИИС типа Б состоят в недостаточной информационной поддержке, недоверии инвесторов, а также в чрезмерности льгот по ИИС типа А. В силу данных причин инвесторы делают выбор в пользу текущего налогового эффекта. Данный выбор обоснован и увеличивает первоначальный капитал, однако опыт США на длительном временном интервале демонстрирует иные предпочтения инвесторов. Таким образом, мы можем констатировать, что развитие ИИС типа Б – вопрос времени, пропаганды и доверия.

8. Причина чрезвычайной привлекательности ИИС типа А состоит, на наш взгляд, в избыточных налоговых льготах, предоставляемых инвесторам. На текущий момент при стандартной сумме инвестиций в 400 000 руб. вычет типа А позволяет индивидуальным инвесторам получать годовую доходность более 20 % годовых: доходность облигаций может составить 7–8 % годовых, доходность самого налогового вычета – 13 %. Данные о доходности российских облигаций подтверждаются данными о доходности индексов облигаций Московской биржи. По состоянию на 26.10.2021 г. средняя доходность корпоративных облигаций составляла 8,59 % [387], государственных облигаций – 8,09 % [386], муниципальных облигаций – 8,39 % [388]. Таким образом, инвестор, пользующийся вычетом типа Б, чтобы его оправдать, должен показать доходность более 20 % годовых, что достаточно затруднительно. Наглядно превышение доходности инвестиций в облигации в рамках ИИС над доходностью банковских депозитов анализируют авторы Н.Б. Болдырева, Л.Г. Решетникова, Е.А. Тарханова, Ж.В. Писаренко и С.А. Калайда [208]. Взаимосвязь процентных ставок по депозитам и ростом инвестиций граждан на рынке ценных бумаг отмечают Е.С. Вылкова и М.Н. Конягина [64, 65].

Некоторые побочные результаты исследования оценки фискальной эффективности налоговых льгот для индивидуальных инвесторов опубликованы в статьях автора [31, 38, 198].

В плане **обсуждения дискуссионных вопросов** считаем нужным сформулировать следующие моменты:

1. Если мы говорим практически только о вычетах типа А по ИИС, то почему ФНС России возмещает индивидуальным инвесторам не 13 %, а меньше? Инвестиции граждан фактически обходятся государству гораздо дешевле. Точного ответа на данный вопрос у нас нет, но мы можем сделать ряд предположений:

– инвесторы фондируют ИИС, не имея представления о дальнейших действиях по возмещению НДФЛ;

– инвесторы преждевременно закрывают счета и, как следствие, утрачивают право на налоговый вычет;

– инвесторы откладывают решения по вычету на более поздний срок вследствие невозможности выбора между вычетами типов А и Б;

– иные обстоятельства, например смерть или болезнь налогоплательщика, не позволяют реализовать вычет.

Немаловажной задачей в плане продвижения ИИС является развитие финансовой грамотности населения, отмечаемое в работах ряда авторов: В.З. Баликоева [19], О.А. Гражданкиной и С.В. Шапошниковой [70], М.С. Марамыгина, Б.С. Дажук и Е.Ю. Овсянниковой [108], А.В. Романовой и Д.Е. Курушиной [131] и других.

2. Неясным является вопрос о том, стоит ли увеличивать ежегодную сумму, вносимую на ИИС типа А до уровня ИИС типа Б (1 млн руб.). Учитывая чрезмерность льгот по ИИС типа А, отмеченную выше, мы не поддерживаем данную инициативу. Однако в профессиональном сообществе [312] данная идея поддерживается при условии продолжения действия ИИС свыше 3 лет. На наш взгляд, формулировка «свыше 3 лет» является весьма обтекаемой и не дает

ИИС долгосрочности; высокая стоимость ИИС типа А для государства при этом сохраняется.

3. Дискуссионными остаются вопросы о сроке действия ЛДВ-РИИ (один год в действующей редакции или три года как ЛДВ) и возможности включения купонных и дивидендных выплат в состав льготированного дохода. В отношении данных вопросов авторская точка зрения состоит в следующем:

- срок владения ценными бумагами в течение одного года достаточен для ценных бумаг инновационного сектора в силу присущего им высокого риска;
- включение процентных доходов в состав льготы разумно и, возможно, вызовет отклик у инвесторов.

4. Также дискуссионным является вопрос относительно справедливости налогообложения доходов по размещению пенсионных резервов и инвестированию пенсионных накоплений. Если по доходам от пенсионных резервов НПФ уплачивают налог на прибыль частично, то доход по пенсионным накоплениям освобожден от обложения налогом на прибыль полностью. Таким образом лоббируется государственное пенсионное обеспечение. Мы считаем, что в данном вопросе государство не вправе предоставлять приоритет государственному пенсионному обеспечению, порядок обложения налогом на прибыль доходов от размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений следует уравнивать.

Дискуссионные вопросы относительно налоговых льгот для частных инвесторов, обсуждаются в статьях автора [31, 36, 38, 41].

Автором работы сформулированы **предложения по реформированию налоговых льгот для индивидуальных инвесторов** при инвестициях в рамках ИИС. При этом следует отметить, что в литературе встречаются отдельные идеи по реформированию ИИС. Так, например, П.С. Коклев, не имея в виду ИИС типа Б, отмечает наличие серьёзных ошибок, допущенных государством при реализации института ИИС на практике [94]. Идея страхования ИИС заявлена в статье А.И. Тропина [145]. Д.И. Яковлев отмечает

возможность покупки в рамках ИИС ценных бумаг иностранных эмитентов [166]. Ю.А. Данилов дает рекомендации по использованию ИИС в качестве инструмента частных пенсионных накоплений [77]. Авторские предложения расходятся с мнениями названных авторов и состоят в следующем:

1. В качестве основного результата исследования мы считаем необходимым изменить официальное предназначение ИИС с совершенно общей формулировки, звучащей как «формирование инвестиционной культуры населения» на более конкретную – «привлечение инвестиций граждан в российский корпоративный сектор». В условиях преодоления кризиса и застоя экономики логично стимулирование привлечения инвестиций именно в корпоративный сектор, который может дать экономический рост, прирост налоговых платежей, дополнительные рабочие места. Если для инвестора эффективность инвестиционного налогового вычета примерно понятна, то налоговые расходы государства в размере 12,84 млрд руб., по мнению автора, должны иметь иные эффекты, помимо развития инвестиционной культуры населения. В рамках данной задачи возможно проведение конкретных мероприятий, рассмотренных ниже.

2. Следует исключить государственные, субфедеральные и муниципальные облигации, равно как и паи ПИФов подобных облигаций, из числа инструментов инвестирования в рамках ИИС. На наш взгляд, ОФЗ пользуются значительным инвестиционным успехом и без ИИС, доля субфедеральных и муниципальных облигаций на ИИС незначительна. Приобретая государственные, субфедеральные или муниципальные облигации, инвесторы по сути финансируют дефицит бюджета соответствующего уровня, что не дает прироста налоговых платежей в будущем.

3. Необходимо ограничить число инструментов для инвестирования в рамках ИИС только ценными бумагами российских эмитентов. Обоснованием нашей точки зрения является тезис о том, что приобретение инвесторами акции или облигации корпорации стимулирует ее развитие. В настоящее время

покупка ценных бумаг иностранных эмитентов на ИИС возможна, в том числе на Санкт-Петербургской бирже. Мы не возражаем против приобретения отечественными инвесторами ценных бумаг иностранных компаний, также поддерживаем обращение ценных бумаг иностранных эмитентов на российских биржах. Однако же считаем, что приобретение ценных бумаг иностранных компаний российскими инвесторами, имеющими льготу по доходу от данных ценных бумаг, противоречит стимулирующему назначению налоговой льготы.

О необходимости инвестирования средств российских инвесторов именно в национальную экономику пишут многие авторы, например В.З. Баликоев [17, с. 297], О.С. Беломытцева [31, 38].

4. Нелогичным выглядит существование в рамках НК РФ двух параллельных льгот: как самих инвестиционных налоговых вычетов, так и ЛДВ-РИИ. Ассиметрию налогообложения различных видов инвестирования физических лиц в РФ отмечают и другие авторы, в т. ч. Н.В. Покровская [125, с. 63]. Можно рекомендовать два варианта решения данного вопроса:

– рассматривать ЛДВ-РИИ как разновидность описанной выше ЛДВ и, соответственно, в рамках статьи «Инвестиционные налоговые вычеты»;

– введение особого вида ИИС, предназначенных исключительно для приобретения ценных бумаг инновационных компаний. Подобные счета существуют в Великобритании с 2016 г., связаны с пенсионным обеспечением и носят название Innovative Finance Individual Saving Account. Возможности инвестирования в сектор РИИ Московской биржи с использованием ИИС инновационного сектора экономики требуют отдельного детального изучения.

Предполагается, что в рамках ЛДВ-РИИ или инновационных ИИС инвесторы будут инвестировать в том числе и в ESG-инструменты, идея льготного налогообложения дохода по которым весьма популярна. Льготное налогообложение ESG-инструментов возможно не только для индивидуальных инвесторов, но и для институциональных. Срок владения данным инструментом, по аналогии с льготой ЛДВ-РИИ, рекомендуется закрепить не

менее одного года.

5. В качестве основного критерия предоставления налоговой льготы индивидуальным инвесторам следует принять длительность инвестиций. Точка зрения автора в данном вопросе перекликается с мнением Н.В. Покровская и О.А. Теляк [126], высказанную в отношении налогообложения доходов по банковским вкладам. В принципе такой подход в отношении предоставления налоговых льгот частным инвесторам и преобладает в РФ, однако не по всем инструментам, и в явном виде он не декларирован. Вопрос относительно конкретной длительности инвестиций является открытым. Так, если по ИИС льготизируемый срок равняется трем годам в рамках самого счета, а не владения конкретной ценной бумагой, то по ЛДВ данный срок минимально составляет три года а по ЛДВ-РИИ – один год. В международной практике также нет единообразного мнения по данному вопросу. Считаем, что минимальным сроком все же следует считать три года, однако в определенных ситуациях и по конкретным эмитентам могут быть сделаны исключения.

Предложения по реформированию налоговых льгот для индивидуальных инвесторов опубликованы в работах автора [31, 37–39, 41]. Названные выше предложения 2–5 могут быть внесены в НК РФ ст. 217, 219.1, 284.2.1 НК РФ.

Предложения по реформированию налоговых льгот для институциональных инвесторов возможно сформулировать следующим образом:

Мы предлагаем исключить ценные бумаги иностранных эмитентов из числа инструментов, доступных для приобретения НПФ в рамках размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений. Согласно статистическим материалам, доля таких инструментов составляет от 0,5 % до 0,8 % (от 7,5 до 11,6 млрд руб.) в составе пенсионных резервов НПФ и от 0,1 % до 0,5 % (от 2 до 15 млрд руб.) в составе пенсионных накоплений НПФ за период 4-й кв. 2019 г. – 2-й кв. 2021 г. [456]. В данном вопросе точка зрения автора работы не совпадает с точкой зрения НАУФОР, озвученной в докладе

«Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312].

Предложение автора по ограничению инструментов для размещения пенсионных резервов и инвестирования пенсионных накоплений требует внесения изменений в нормативные акты, регламентирующие состав и структуру пенсионных резервов и пенсионных накоплений: Указание Банка России от 05.12.2019 г. № 5343-У «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов» и Положение Банка России от 01.03.2017 N 580-П (ред. от 20.04.2020) «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование ...».

Нами также была выявлена такая особенность российского налогового законодательства, как налогообложение подобных финансовых инструментов, например банковских вкладов, корпоративных облигаций, паев ПИФов облигаций, исходя из разных ставок и налоговых льгот. Данная ситуация, на наш взгляд, требует определения подобных финансовых инструментов и их единообразного налогообложения. Также в НК РФ отсутствует деление доходов на активные и пассивные и их единообразное налогообложение, необходимость введения которого можно также считать одним из результатов работы. Данные предложения опубликованы в работах автора [28, 38].

В плане привлечения на российский рынок ценных бумаг нерезидентов возможно введение налоговой льготы по доходам от операций с ценными бумагами российских эмитентов, обращающимися на российском организованном рынке. Данная инициатива озвучена НАУФОР в докладе «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития» [312], и мы ее поддерживаем.

Рекомендации по развитию авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных

бумаг состоят в следующем:

– необходимо дополнить авторскую методику анализом влияния прироста долгового и долевого капитала эмитентов, чьи ценные бумаги приобрели частные инвесторы, на прирост их налоговых платежей. Данную задачу возможно решить несколькими вариантами, изложенными в п. 3.3 работы, в том числе проведением факторного анализа прибыли и выручки эмитентов, введением в авторскую методику финансовых мультипликаторов P/E, P/S или авторского коэффициента налоговой нагрузки капитала;

– по НПФ возможно проведение анализа по каждому отдельно взятому НПФ при условии раскрытия самими фондами необходимой информации в научных целях.

Алгоритмы и апробацию авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов целесообразно дополнить этапами 14 и 15 авторской методики (анализом прироста суммарных налоговых платежей эмитентов ценных бумаг на снижение государственного долга), заявленными в п. 3.3 и не вошедшими в алгоритм и авторскую концептуальную модель.

Рекомендации по совершенствованию авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг заявлены в статьях автора [31, 36, 203].

Вопрос относительно налогообложения доходов нерезидентов по российским ценным бумагам ценным бумагам в работе не исследовался. Однако льготное налогообложение нерезидентов, в первую очередь – институциональных, в случае кризисных ситуаций на отечественном рынке ценных бумаг может поддержать котировки ценных бумаг. Как отмечает Н.В. Покровская [125, с. 63], некоторые страны устанавливают пониженные ставки налога на определенные виды доходов с целью привлечения иностранного капитала.

В данной главе проведена апробация авторской методики оценки фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на

примере индивидуальных инвесторов и ИИС (расчеты сделаны в четырех вариантах: по акциям и корпоративным облигациям, по РСБУ и МСФО) и для институциональных инвесторов на примере НПФ (расчеты сделаны только инвестициям в корпоративные облигации, однако также в четырех вариантах: пенсионным резервам и пенсионным накоплениям НПФ, по РСБУ и МСФО). Автор пришел к выводу о высокой фискальной эффективности предоставления частным инвесторам налоговых льгот на рынке ценных бумаг. Также отмечены возможности совершенствования авторской методики оценки фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, представлены идеи для реформирования существующих налоговых льгот.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Авторское исследование позволило внести вклад в развитие теории и методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг. Получены результаты теоретико-методологического, методического и прикладного уровней.

К теоретическим и методологическим результатам относятся следующие:

1. Предложен подход к взаимоувязыванию интересов государства, эмитентов корпоративных ценных бумаг и частных инвесторов на основе предоставления последним налоговых льгот, позволяющий использовать налоговые льготы для достижения целей участвующих в них субъектов. В отличие от других существующих подходов, авторский подход гармонизирует интересы государства, эмитентов корпоративных ценных бумаг и частных инвесторов. Названный подход развивает ТЭП в части оценки налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг.

2. Проанализирована проблематика применения известных методических подходов к влиянию налогов на инвестиции частного сектора как на макроуровне, так и на микроуровне. Также выявлены проблемы существующих методических подходов и отсутствие исследований комплексного характера относительно эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и их влияния на капитал эмитентов и прирост суммарных налоговых платежей.

3. Понятия «налоговые расходы» и «фискальный эффект» проанализированы и применены в авторской методологии относительно теории оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг. Термин «налоговые расходы» также с некоторым уточнением применительно к авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг трактуется как стоимость

привлечения инвестиций частных инвесторов в отечественный биржевой корпоративный сектор; в подобной трактовке употребляется впервые.

4. Сформулированы и обоснованы понятия «разумный инвестор» и «фискальная эффективность» в контексте общей методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг. Термин «фискальная эффективность» как отношение последующих годовых налоговых доходов к текущим годовым налоговым расходам применительно к налоговым льготам для частных инвесторов на рынке ценных бумаг вводится впервые.

5. Предложена концептуальная модель формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы. Согласно модели, налоговые льготы позволяют государству привлекать средства частных инвесторов на рынок ценных бумаг. В концептуальной модели в качестве необходимых условий отмечены организация инвестиционного и налогового процессов, принятие инвестиционных решений о приобретении ценных бумаг инвесторами. Согласно модели, прирост инвестиций частных инвесторов за счет налоговых льгот способствует приросту долгового и долевого капитала эмитентов, что вызывает прирост их результативных финансовых показателей и налоговых платежей в целом. Таким образом, при эффективности кругооборота капитала прирост суммарных налоговых платежей эмитентов акций и корпоративных облигаций превышает величину налоговых расходов государства по предоставлению частным инвесторам налоговых льгот на рынке ценных бумаг.

6. Детализированными результатами предложенной концептуальной модели формирования инвестиций частных инвесторов на рынке ценных бумаг через призму потенциала налоговой системы являются эффекты, возникающие вследствие притока на рынок ценных бумаг средств частных инвесторов с учётом налоговых льгот:

Эффект А – прирост сбережений и инвестиций индивидуальных

инвесторов / инвестиций институциональных инвесторов;

Эффект Б – прирост акционерного капитала корпораций вследствие приобретения частными инвесторами их акций;

Эффект В – прирост корпоративного долга корпораций вследствие приобретения частными инвесторами их облигаций;

Эффект Г – прирост прибыли корпораций вследствие привлечения дополнительного финансирования;

Эффект Д – прирост налоговых платежей корпораций в результате прироста прибыли;

Эффект Е – снижение государственного долга в результате увеличения доходов бюджета вследствие прироста налоговых платежей корпораций.

7. Разработаны базовые допущения авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, состоящие в следующем:

– частные инвесторы являются разумными;

– вследствие необходимости отслеживания результативности корпоративного сектора анализируются только вложения инвесторов в акции и корпоративные облигации;

– экономика является закрытой, приобретение частными инвесторами иностранных ценных бумаг не допускается;

– прирост капитала анализируемых корпораций вызывает прирост выручки, прибыли и налоговых платежей;

– у анализируемых компаний нет неработающих (бездействующих) активов, т. е. любой прирост капитала корпорации вызывает прирост выручки, прибыли и налоговых платежей.

8. В рамках авторской методологии оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг обоснована необходимость применения фондовых индексов или иных подобных показателей, характеризующих структуру инвестиций частных инвесторов

(отраслевую, подотраслевую и конкретных эмитентов) и понимание их усредненного портфеля.

На основе описанных выше методологических разработок автором получены следующие **методические результаты**:

1. Разработана универсальная авторская методика оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг, состоящая из 13 основных этапов. Методика конкретизирует эффекты, формируемые притоком капитала частных инвесторов вследствие предоставления им налоговых льгот (эффекты А – Д).

2. В авторскую методику оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг включены показатели, используемые при анализе эффективности налоговых льгот для частных инвесторов впервые:

– фондовые индексы как показатели, характеризующие структуру инвестиций частных инвесторов по отраслям / подотраслям и конкретным эмитентам ценных бумаг;

– показатели рентабельности активов для целей расчета прироста показателя прибыли при наличии прироста активов;

– показатели налоговой нагрузки для расчета прироста налоговых платежей при наличии прироста выручки.

3. Обосновано применение авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг для индивидуальных инвесторов на примере ИИС и для институциональных инвесторов на примере НПФ. Даны конкретные рекомендации по применению авторской методики с учётом специфики инвесторов.

4. Предложены направления развития авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг; разработаны модификации универсальной авторской методики. В рамках развития авторской методики заявлены следующие варианты:

– использовать методику и алгоритмы в более широком масштабе, в том числе для оценки субсидирования купонных платежей эмитентов, иных неналоговых преференций, широкого круга инвесторов, инструментов внебиржевого рынка;

– дополнить заявленную авторскую методику двумя дополнительными этапами в плане анализа возможностей сокращения государственного долга Российской Федерации за счет фискального эффекта налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг;

– применять в методике иные показатели финансового анализа.

В плане совершенствования инструментария авторской методики предлагается использовать следующие показатели:

– финансовый мультипликатор P/E для цели определения доли средств частных инвесторов в прибыли конкретной корпорации; при этом расчет данного коэффициента возможен на основе будущей прибыли корпорации;

– финансовый мультипликатор P/S для определения доли средств частных инвесторов в выручке конкретной корпорации; расчет коэффициента также возможен на основе будущей прибыли корпорации;

– коэффициент налоговой нагрузки капитала как отношение годовых налоговых платежей корпорации (налогоплательщика) к сумме его капитала (коэффициент налоговой нагрузки капитала предложен автором).

В рамках развития авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг предлагается проведение необходимых расчетов по каждому НПФ отдельно, что возможно и вполне реализуемо вследствие их небольшого числа, а также апробация дополнительных этапов и модификаций авторской методики.

5. Представлены алгоритмы применения методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг отдельно для индивидуальных инвесторов и для институциональных как по отдельно взятым эмитентам, чьи ценные бумаги приобрели инвесторы, так и по КГЭ.

6. Описаны сложности алгоритмов применения методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг и возможности их преодоления.

Результаты прикладного уровня состоят в следующем:

1. Проведена апробация авторской методики оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг на примере индивидуальных и институциональных инвесторов. Для индивидуальных инвесторов эффективность налоговых льгот на рынке ценных бумаг проанализирована на примере ИИС и инвестиций в акции и корпоративные облигации, для институциональных – на примере НПФ и инвестиций в корпоративные облигации средств пенсионных резервов и пенсионных накоплений. При этом расчеты проведены как по отдельным корпорациям, так и по КГЭ.

2. Согласно результатов апробации алгоритмов оценки эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг авторский методологический подход дополнен следующими тезисами:

– необходим анализ вклада частных инвесторов в капитал не отдельно взятого эмитента, а КГЭ;

– необходимо внедрение коэффициента налоговой нагрузки относительно капитала корпорации;

– фискальные эффекты налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг пролонгированы;

– финансовая отчетность эмитентов и КГЭ считается условно достоверной.

3. Сделан вывод о наличии фискальной эффективности налоговых льгот по НДФЛ для индивидуальных инвесторов на примере ИИС и по налогу на прибыль для институциональных инвесторов на примере НПФ. Определена стоимость привлечения финансовых ресурсов индивидуальных и институциональных инвесторов в акции и корпоративные облигации для целей

стимулирования роста и развития российских корпораций.

4. Определена существенность вклада средств инвесторов, сформированного в результате предоставления им налоговых льгот, в формирование долевого и долгового капитала российских корпораций.

5. В отношении налоговых льгот по НДФЛ для индивидуальных инвесторов в рамках ИИС сделан вывод о чрезмерности налоговых льгот по ИИС типа А и необходимости развития ИИС типа Б. В отношении налоговых льгот по налогу на прибыль для НПФ сделан вывод о необходимости единообразного налогообложения доходов по пенсионным резервам и пенсионным накоплениям.

6. Разработаны рекомендации по внесению изменений в НК РФ:

– относительно необходимости квалификации активных и пассивных доходов с целью унификации налоговой системы и понимания ее налогоплательщиками;

– относительно необходимости квалификации подобных финансовых инструментов, например банковских вкладов, облигаций, паев ПИФов облигаций, с целью их равного и справедливого налогообложения;

– о необходимости введения ограничений по инвестированию в рамках ИИС и активов НПФ по конкретным финансовым инструментам. Так, автором предлагается введение запрета на приобретение ценных бумаг иностранных эмитентов для НПФ и в рамках ИИС, а также государственных и муниципальных ценных бумаг – только в рамках ИИС;

– о необходимости устранения дублирования налоговых льгот (ИИС и ЛДВ-РИИ, ЛДВ и ЛДВ-РИИ);

– о возможности введения нового типа ИИС (инновационного ИИС) для приобретения ценных бумаг инновационного сектора экономики (РИИ).

Следует отметить, что применение авторской методики оценки эффективности налоговых льгот возможно не только для инвестиций частных инвесторов, но и для любого другого вида субсидий, дотаций, программ

государственного финансирования и пр. Конкретным примером также может выступать оценка эффективности национальных проектов федерального масштаба, принятых в России в 2018 г., в том числе оценка эффективности субсидирования купонных платежей по облигациям субъектов малого и среднего предпринимательства и приоритетных отраслей экономики. Принципиальным моментом для применения оценки эффективности влияния налогов на инвестиции частных инвесторов является определение величины фактически предоставленной налоговой льготы (налогового вычета, субсидии, объема государственного финансирования), отраслевая структура инвестиций частных инвесторов, а также собственно сам эффект – прирост налоговых платежей эмитентов, получивших финансирование.

СПИСОК СОКРАЩЕНИЙ

ИИС	– индивидуальный инвестиционный счет
КГЭ	– консолидированная группа эмитента; группа предприятий, в составе которых находится эмитент акций или корпоративных облигаций
Концепция	– Концепция повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 годах (утв. распоряжением Правительства Российской Федерации от 31 января 2019 г. № 117-р)
ЛДВ	– налоговая льгота для индивидуальных инвесторов на долгосрочное владение ценными бумагами
ЛДВ-РИИ	– налоговая льгота для частных инвесторов на долгосрочное владение ценными бумагами высокотехнологичного сектора экономики
МСФО	– международные стандарты финансовой отчетности
НАПФ	– Национальная ассоциация негосударственных пенсионных фондов
НАУФОР	– Национальная ассоциация участников фондового рынка
НК РФ	– Налоговый кодекс Российской Федерации
НПФ	– негосударственный пенсионный фонд
Основные направления	– «Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов»
ПИФ	– паевой инвестиционный фонд
ПФР	– Пенсионный фонд Российской Федерации
РИИ	– Рынок инноваций и инвестиций Московской биржи
РСБУ	– российские стандарты бухгалтерского учета
ТЭП	– теория экономики предложения (Supply-side economics theory)
ФНС России	– Федеральная налоговая служба

EPS	– Earnings per Share, чистая прибыль на одну обыкновенную акцию
ESG-инвестирование	– Environmental Social Governance, форма социально ответственного инвестирования, когда решение о вложениях средств в бизнес принимается на основе вклада компании в развитие общества
ESG-инструмент	– финансовый инструмент, выпускаемый корпорацией в рамках ESG-инвестирования. Как правило, облигация
ETF	– Exchange-Traded Fund (торгуемый на бирже фонд, биржевой фонд)
ISIN	– International Securities Identification Number. Международный идентификационный код ценной бумаги, состоящий из 12 разрядов (букв и цифр) и позволяющий однозначно идентифицировать ценную бумагу
IPO	– Initial Public Offering, первичное публичное предложение акций, обычно на бирже
NASDAQ	– National Association of Securities Dealers Automated Quotation – Служба автоматизированных котировок Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам. Американская биржа, специализирующаяся на акциях высокотехнологичных компаний, одна из основных фондовых бирж США
P/E	– финансовый мультипликатор, рассчитываемый как отношение рыночной цены акции к прибыли на акцию (EPS)
P/S	– финансовый мультипликатор, рассчитываемый как отношение капитализации компании к ее выручке
ROE	– Return on Equity, рентабельность собственного капитала
ROD	– Return on Debt, рентабельность заемного капитала

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Абрамов, А.Е. Акции против облигаций в стратегиях долгосрочных инвесторов / А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2016. – № 3 (31). – С. 26–44.

2. Абрамов, А.Е. Эффективность управления пенсионными накоплениями: теоретические подходы и эмпирический анализ / А.Е. Абрамов, А.Д. Радыгин, М.И. Чернова, К.С. Акшенцева // Вопросы экономики. – 2015. – № 7. – С. 26–44.

3. Абрамова, К.А. Риски инвестирования в акции инновационного сектора экономики России: взгляд эксперта / К.А. Абрамова, М.С. Садовникова // Высшая школа. – 2016. – № 2. – С. 10–13.

4. Абрамова, М.А. Финансовые и денежно-кредитные инструменты реализации национальных проектов / М.А. Абрамова, С.Е. Дубова, Б.Б. Рубцов // Экономика. Налоги. Право. – 2020. – Т. 13. – № 3. – С. 6–16.

5. Адвокатова, А.С. Развитие налогового контроля как проявление объективной контрольной функции налогов / А.С. Адвокатова // Инновационное развитие экономики. – 2018. – № 6-2 (48). – С. 109–115.

6. Алексеев, М.А. Об оценке вероятных искажений отчетности экономических субъектов / М.А. Алексеев, В.В. Глинский, Л.К. Серга, М.Л. Пятов // Вопросы статистики. – 2019. – Т. 26. – № 7. – С. 20–32.

7. Алексеев, М.А. О проблемах применения показателя манипулирования к финансовой отчетности российских предприятий / М.А. Алексеев // Вестник НГУЭУ. – 2016. – № 1. – С. 92–102.

8. Ананьин, О.И. Структура экономико-теоретического знания: методологический анализ / О.И. Ананьин. – Москва : Наука, 2005. – 243 с.

9. Андреева, Е.И. Рекомендации по оценке социально-экономической эффективности социальных программ. Определения, подходы, практический

опыт / Е.И. Андреева, И.Д. Горшкова, А.С. Ковалёвская. – Москва : Проспект, 2014. – 72 с.

10. Артеменко, Д.А. Инструменты льготного налогообложения в России: стимулы или необходимость? / Д.А. Артеменко, Т.В. Конц // Теоретическая экономика. – 2021. – № 6 (78). – С. 160–169.

11. Афанасьев, М.П. Инструментарий оценки эффективности бюджетных программ / М.П. Афанасьев, Н.Н. Шаш // Вопросы государственного и муниципального управления. – 2013. – № 3. – С. 48–69.

12. Афанасьев, Р.С. Понятие эффективности бюджетных расходов: теория и законодательство / Р.С. Афанасьев, Н.В. Голованова // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2016. – № 1. – С. 61–69.

13. Балацкий, Е.В. Анализ влияния налоговой нагрузки на экономический рост с помощью производственно-институциональных функций / Е.В. Балацкий // Проблемы прогнозирования. – 2003. – № 2. – С. 88–105.

14. Балацкий, Е.В. Оценка влияния фискальных инструментов на экономический рост / Е.В. Балацкий // Проблемы прогнозирования. – 2004. – № 4. – С. 124–136.

15. Балацкий, Е.В. Точки Лаффера и их количественная оценка / Е.В. Балацкий // Мировая экономика и международные отношения. – 1997. – № 12. – С. 85–94.

16. Балдина, Е.И. Индивидуальный инвестиционный счет как разновидность брокерского счета в России / Е.И. Балдина, Г.А. Машенцева // Вестник Алтайской академии экономики и права. – 2021. – № 2. – С. 18–25.

17. Баликоев, В.З. Общая экономическая теория : учебник для студентов, обучающихся по экономическим специальностям / В.З. Баликоев. – 11-е изд. – Москва : Омега-Л ; Новосибирск : Сибирское соглашение, 2008. – 732 с.

18. Баликоев, В.З. Особенности методологии исследования конкретных экономических дисциплин / В.З. Баликоев // Вестник НГУЭУ. – 2019. – № 1. – С. 60–73.

19. Баликоев, В.З. Финансовая грамотность населения как фактор эффективности национальной экономики / В.З. Баликоев // Вестник НГУЭУ. – 2020. – № 1. – С. 91–103.
20. Баликоев, В.З. Экономический детерминизм и диалектика модели «экономического человека» в экономической теории / В.З. Баликоев // Вестник НГУЭУ. – 2013. – № 1. – С. 22–34.
21. Баннова, К.А. Проблемы и пути совершенствования оценки эффективности налоговых льгот / К.А. Баннова, М.В. Князева // Известия Иркутской государственной экономической академии (Байкальский государственный университет экономики и права). – 2015. – Т. 6. – № 3. – С. 5.
22. Беломытцева, О.С. Особенности дивидендной политики российских акционерных обществ / Д.Г. Антонян, О.С. Беломытцева // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2014. – № 3 (27). – С. 79–88.
23. Беломытцева, О.С. О реализованных и планируемых новациях в плане выплаты дивидендов в российском законодательстве / Н.В. Апрелова, О.С. Беломытцева // Сибирская финансовая школа. – 2014. – № 5 (106). – С. 116–122.
24. Беломытцева, О.С. Анализ динамики и инструментов инвестирования индивидуальных инвестиционных счетов: итоги 2015–2017 гг. / О.С. Беломытцева // Финансовый бизнес. – 2018. – № 4 (195). – С. 32–38.
25. Беломытцева, О.С. Аналитический обзор зарубежных исследований о влиянии налогообложения на инвестиции корпораций / О.С. Беломытцева // Baikal Research Journal. – 2021. – № 4.
26. Беломытцева, О.С. Дивидендная политика российских акционерных обществ с государственным участием: формирование и особенности / О.С. Беломытцева, Д.Г. Антонян // Вестник НГУЭУ. – 2016. – № 1. – С. 80–91.
27. Беломытцева, О.С. К вопросу о развитии IPO российских компаний / О.С. Беломытцева, Д.Г. Антонян // Проблемы учета и финансов. – 2014. – № 1 (13). – С. 52–56.

28. Беломытцева, О.С. О налогообложении вкладов и облигаций и необходимости квалификации пассивных доходов / О.С. Беломытцева, А.С. Баландина // Финансы и кредит. – 2021. – Т. 27. – № 4 (808). – С. 875–893.

29. Беломытцева, О.С. Законодательные новации в области выплаты и налогообложения дивидендов / О.С. Беломытцева // European Social Science Journal. – 2015. – № 12. – С. 9–14.

30. Беломытцева, О.С. Развитие ETF в Российской Федерации / О.С. Беломытцева, Н.С. Ерыгина // Проблемы учета и финансов. – 2015. – № 4 (20). – С. 58–62.

31. Беломытцева, О.С. К вопросу об эффективности индивидуальных инвестиционных счетов в РФ / О.С. Беломытцева // Налоги и налогообложение. – 2020. – № 5. – С. 47–60.

32. Беломытцева, О.С. Оценка эффективности деятельности негосударственных пенсионных фондов в Российской Федерации / О.С. Беломытцева, Е.С. Лавренова // Сибирская финансовая школа. – 2015. – № 6 (113). – С. 66–71.

33. Беломытцева, О.С. Методология и практика оценки налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг / О.С. Беломытцева – Новосибирск : Изд-во Новосибирского государственного университета экономики и управления “НИНХ”, 2022. – 200 с.

34. Беломытцева, О.С. Новации в развитии и налогообложении рынка облигаций в Российской Федерации / О.С. Беломытцева // Финансовый бизнес. – 2018. – № 2 (193). – С. 40–47.

35. Беломытцева, О.С. О методологических основах оценки фискальной эффективности налоговых льгот для частных инвесторов на рынке ценных бумаг / О.С. Беломытцева // Институциональная трансформация экономики: человек и социум» (ИТЭ-ЧС (ITE-NS)) : материалы VII Международной научной конференции. – Томск : Изд-во Томского государственного университета. 2021. – С. 30–31.

36. Беломытцева, О.С. О налоговых льготах для негосударственных пенсионных фондов на рынке ценных бумаг и методологии оценки их эффективности / О.С. Беломытцева // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2021. – № 8 (202). – С. 47–56.

37. Беломытцева, О.С. О необходимости внесения изменений в НК РФ в плане реформирования налоговых льгот для частных инвесторов / О.С. Беломытцева // Интеграция науки и общества на современном этапе : материалы VIII Международной научно-практической конференции. – Новосибирск : Изд-во Новосибирского государственного университета экономики и управления “НИНХ”, 2021. – С. 3–7.

38. Беломытцева, О.С. О развитии индивидуальных инвестиционных счетов типа Б / О.С. Беломытцева // Финансы и кредит. – 2021. – Т. 27. – № 7 (811). – С. 1476–1495.

39. Беломытцева, О.С. О развитии рынка инноваций и инвестиций Московской биржи и предоставлении налоговых льгот в данном сегменте / О.С. Беломытцева // Экономика. Налоги. Право. – 2018. – Т. 11. – № 6. – С. 112–120.

40. Беломытцева, О.С. О роли финансового рынка в экономике / О.С. Беломытцева // Актуальные направления научной мысли: проблемы и перспективы : материалы VIII Всероссийской научно-практической (национальной) конференции. – Новосибирск : Изд-во Новосибирского государственного университета экономики и управления “НИНХ”, 2022. – С. 32–36.

41. Беломытцева, О.С. Особенности и перспективы предоставления частным инвесторам льготы на владение ценными бумагами инновационного сектора экономики / О.С. Беломытцева // Казанский экономический вестник. – 2018. – № 4 (36). – С. 72–78.

42. Беломытцева, О.С. Развитие облигационного рынка Российской Федерации: новые виды облигаций и изменения в налогообложении / О.С. Беломытцева // Проблемы учета и финансов. – 2016. – № 4 (24). – С. 46–49.

43. Беломытцева, О.С. Развитие системы инвестиционных налоговых вычетов в Российской Федерации для стимулирования инвестиций в ценные бумаги / О.С. Беломытцева // Вестник Томского государственного университета. Экономика. – 2016. – № 2 (34). – С. 99–113.

44. Беломытцева, О.С. Система индивидуальных инвестиционных счетов в Российской Федерации: первые результаты и перспективы / О.С. Беломытцева // Бизнес. Образование. Право. – 2016. – № 1 (34). – С. 89–94.

45. Беломытцева, О.С. Субфедеральные и муниципальные облигации: тенденции развития рынка и элементы концепции управления долгом / О.С. Беломытцева // Вестник Томского государственного университета. – 2006. – № 292-2. – С. 288–293.

46. Беломытцева, О.С. Обзор исследований в области поведенческих финансов в России: история и современность / О.С. Беломытцева, И.П. Супис // Бизнес. Образование. Право. – 2019. – № 1 (46). – С. 117–122.

47. Беломытцева, О.С. Развитие негосударственных пенсионных фондов Сибири (на примере Новосибирской, Томской и Кемеровской областей) / О.С. Беломытцева, Я.Ю. Титкова // Вестник Томского государственного университета. – 2007. – № 299. – С. 115–121.

48. Беломытцева, О.С. Налоговый мониторинг как способ цифровизации налогового администрирования в Российской Федерации / Е.В. Березина, А.С. Баландина, О.С. Беломытцева // Налоги и налогообложение. – 2020. – № 2. – С. 18–39.

49. Беломытцева, О.С. Оценка «зрелости» системы внутреннего контроля налогоплательщика в целях налогового мониторинга / Е.В. Березина, А.С. Баландина, О.С. Беломытцева // Налоги и налогообложение. – 2021. – № 2. – С. 28–59.

50. Беломытцева, О.С. Обзор рынка негосударственных пенсионных фондов Российской Федерации / Е.С. Лавренова, О.С. Беломытцева // Проблемы учета и финансов. – 2015. – № 2 (18). – С. 39–44.

51. Беломытцева, О.С. Эффективность управления пенсионными накоплениями в негосударственных пенсионных фондах / Е.С. Лавренова, О.С. Беломытцева // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2016. – № 3 (31). – С. 115–125.

52. Беломытцева, О.С. Налоги в цифровой экономике. Теория и методология : монография для магистрантов, обучающихся по программам направлений «Экономика», «Государственный аудит» и «Финансы и кредит» / Ф.С. Агузарова, Д.А. Артёменко, О.С. Беломытцева [и др.] ; под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2019. – 279 с.

53. Беломытцева, О.С. Теоретико-методологический конструктив индивидуального подоходного налогообложения : монография для магистрантов, обучающихся по программам направлений «Экономика», «Государственный аудит» и «Финансы и кредит» / И.А. Майбуров, Ю.Б. Иванов, О.С. Беломытцева [и др.] ; под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2021. – 327 с.

54. Беломытцева, О.С. Теоретико-методологическая палитра косвенного налогообложения : монография для магистрантов, обучающихся по программам направлений «Экономика», «Государственный аудит» и «Финансы и кредит» / Е.В. Балацкий, А.С. Баландина, О.С. Беломытцева [и др.] ; под ред. И.А. Майбурова, Ю.Б. Иванова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2020. – 327 с.

55. Бирюкова, Е.И. Инновационные финансы российского рынка и их использование в инвестиционных стратегиях / Е.И. Бирюкова // Имущественные отношения в РФ. – 2012. – № 9 (132). – С. 6–14.

56. Блауг, М. Методология экономической науки, или как экономисты объясняют : пер. с англ. / М. Блауг ; науч. ред. и вступ. ст. В.С. Автономова. – Москва : Вопросы экономики, 2004. – 416 с.

57. Блохина, Т.К. Особенности развития финансовых рынков развивающихся стран / Т.К. Блохина, О.Д. Ака // *Russian Economic Bulletin*. – 2021. – Т. 4. – № 4. – С. 138–143.

58. Богатырев, С.Ю. Развитие концепции поведенческих финансов в российской финансовой науке / С.Ю. Богатырев // *Финансы и кредит*. – 2015. – № 42 (666). – С. 19–30.

59. Болдырева, Н.Б. Гарантированный пенсионный план в контексте социально ориентированного инвестирования: есть ли будущее? / Н.Б. Болдырева, Л.Г. Решетникова // *Финансовые и правовые аспекты социально ориентированного инвестирования : материалы III Всероссийской научно-практической конференции*. – Екатеринбург : Уральский государственный экономический университет, 2020. – С. 12–18.

60. Боуш, Г.Д. Методология научного исследования (в кандидатских и докторских диссертациях) / Г.Д. Боуш, В.И. Разумов. – Москва : ИНФРА-М. – 227 с.

61. Бочков, П.В. Проблемы налогового стимулирования и применения налоговых льгот для юридических лиц / П.В. Бочков, М.Ф. Власова, Н.Р. Степанова // *Экономика и предпринимательство*. – 2020. – № 1 (114). – С. 1162–1165.

62. Брейли, Р. Принципы корпоративных финансов : пер. с англ. / Р. Брейли, С. Майерс. – Москва : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2014. – 1008 с.

63. Вершило, Т.А. Налоговые расходы публично-правового образования в системе доходов и расходов бюджетов / Т.А. Вершило, Н.Л. Шарандина // *Государство и право*. – 2021. – № 3. – С. 93–101.

64. Вылкова, Е.С. Оценка потенциала реализации государственной политики России в области налогообложения доходов по вкладам граждан. Часть 1 / Е.С. Вылкова, М.Н. Конягина // *Естественно-гуманитарные исследования*. – 2021. – № 37 (5). – С. 69–78.

65. Вылкова, Е.С. Оценка потенциала реализации государственной

политики России в области налогообложения доходов по вкладам граждан. Часть 2 / Е.С. Вылкова, М.Н. Конягина // Естественно-гуманитарные исследования. – 2021. – № 38 (6). – С. 132–143.

66. Гереев, Р.А. Налоговое стимулирование в системе государственной финансовой поддержки промышленного производства : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2019. – 181 с.

67. Гончаренко, Л.И. О новых подходах к политике применения налоговых льгот и преференций в целях стимулирования развития экономики / Л.И. Гончаренко, Н.П. Мельникова // Экономика. Налоги. Право. – 2017. – Т. 10. – № 2. – С. 96–104.

68. Гончаренко, Т.В. Индивидуальный инвестиционный счет: тенденции развития / Т.В. Гончаренко, К.Н. Подгорная // Научный результат. Экономические исследования. – 2020. – Т. 6. – № 4. – С. 63–70.

69. Горецкая, В.А. Поведенческие финансы: применение теории перспектив в управлении финансами / В.А. Горецкая // Финансы и кредит. – 2014. – № 4 (580). – С. 28–36.

70. Гражданкина, О.А. Выбор инвестиционных налоговых вычетов при работе с индивидуальным инвестиционным счетом / О.А. Гражданкина, С.В. Шапошникова // Вестник Забайкальского государственного университета. – 2017. – Т. 23. – № 4. – С. 84–90.

71. Громыко, В.В. Методология написания диссертационной работы / В.В. Громыко // Вестник Российского экономического университета имени Г.В. Плеханова. – 2016. – № 3 (87). – С. 3–19.

72. Грэм, Б. Разумный инвестор: Руководство по стоимостному инвестированию : пер. с англ. / Б. Грэм. – 2-е изд. – Москва : Альпина Пабlishер, 2015. – 568 с.

73. Грэхем, Б. Анализ ценных бумаг : пер. с англ. / Б. Грэхем, Д. Додд. – Москва : ООО «И.Д. Вильямс», 2012. – 880 с.

74. Гусаков, С.В. Оптимальные равновесные цены и точка Лаффера / С.В. Гусаков, С.В. Жак // Экономика и математические методы. – 1995. – Т. 31. – Вып. 4. – С. 131–138.
75. Дамодаран, А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов : пер. с англ. / А. Дамодаран. – 9-е изд., перераб. и доп. – Москва : Альпина Паблишер, 2016. – 1316 с.
76. Данилов, Ю.А. Реформа финансовых рынков и небанковского финансового сектора / Ю.А. Данилов, А.Е. Абрамов, О.В. Буклемишев. – Москва : ЦСР – РАНХиГС, 2017. – 106 с.
77. Данилов, Ю.А. Индивидуальные инвестиционные счета: результаты внедрения и перспективы развития / Ю.А. Данилов // Экономическое развитие России. – 2019. – Т. 26. – № 1. – С. 44–54.
78. Данилов, Ю.А. Опыт реформ финансовых рынков в странах-конкурентах России на глобальном рынке капитала / Ю.А. Данилов // Сер. Научные труды. Т. 171Р. – Москва : Фонд «Институт экономической политики им. Е.Т. Гайдара», 2016. – 164 с.
79. Данилов, Ю.А. О необходимости реформы финансовых рынков и небанковского финансового сектора / Ю.А. Данилов, О.В. Буклемишев, А.Е. Абрамов // Вопросы экономики. – 2017. – № 9. – С. 28–50.
80. Донцова, Л.В. Анализ финансовой отчетности : практикум / Л.В. Донцова, Н.А. Никифорова. – Москва : Дело и сервис, 2018. – 160 с.
81. Емельянова, И.Ф. Государственное регулирование экономики: исторический аспект / И.Ф. Емельянова // Гуманитарный вестник (Горловка). – 2017. – № 4. – С. 34–42.
82. Жаруллиная, Э.И. Оценка эффективности налоговых льгот в Российской Федерации : диссертация на соискание ученой степени кандидата экономических наук. – Москва, 2017. – 167 с.
83. Зенин, И.Р. Анализ развития рынка инноваций и инвестиций Московской биржи / И.Р. Зенин // Вестник ИЭАУ. – 2017. – № 18. – С. 11–18.

84. Зиненко, А.В. Инновационные компании на российском рынке акций / А.В. Зиненко, Т.А. Мартынова // Экономика и предпринимательство. – 2015. – № 5-1 (58-1). – С. 1068–1071.

85. Зонов, В.А. Индивидуальные инвестиционные счета (ИИС). Теперь и в России / В.А. Зонов // Банковское дело. – 2015. – № 7. – С. 82–85.

86. Иванов, Ю. Методологические основы оценки и моделирования эффективности налоговых льгот / Ю. Иванов, И. Майбуров, А. Назаренко // Общество и экономика. – 2016. – № 10. – С. 80–96.

87. Калинин, К.И. Эффективность государственного стимулирования корпоративной социальной ответственности среди компаний РФ за счет налоговых льгот / К.И. Калинин // Russian Economic Bulletin. – 2020. – Т. 3. – № 5. – С. 67–73.

88. Карзанова, И.В. Воздействие налогового режима на инвестиции в реальный сектор российской экономики: предельные эффективные налоговые ставки на инвестиции в материальные активы, человеческий капитал и НИОКР / И.В. Карзанова. – Москва : EERC, 2005. – 56 с.

89. Кейнс, Дж.М. Общая теория занятости, процента и денег / Дж.М. Кейнс ; пер. с англ. Н.Н. Любимова. – Москва : Гелиос АРВ, 2017. – 352 с.

90. Киреенко, А.П. Проблемы применения налоговых льгот в сфере интеллектуальной собственности для стимулирования научной и инновационной деятельности / А.П. Киреенко, Е.Н. Орлова // Право интеллектуальной собственности. – 2016. – № 2. – С. 32–38.

91. Коган, А.Б. Критика доминирования оценки бюджетной эффективности при выборе инвестиций для государственного софинансирования / А.Б. Коган // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2017. – Т. 10. – № 4 (334). – С. 418–434.

92. Коган, А.Б. Генезис теории оценки эффективности реальных инвестиций / А.Б. Коган, А.В. Новиков // Вестник НГУЭУ. – 2017. – № 2. – С. 10–18.

93. Коган, А.Б. Финансирование инвестиционных процессов на федеральном, региональном и корпоративном уровнях: теория, методология, инструментарий : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. – Новосибирск, 2017. – 345 с.

94. Коклев, П.С. Индивидуальный инвестиционный счет: необходимость запрета выплаты доходов на банковский счет / П.С. Коклев // Финансовая экономика. – 2020. – № 7. – С. 149–151.

95. Косов, М.Е. Формы реализации бюджетных инвестиций, повышение их эффективности / М.Е. Косов // Экономический анализ: теория и практика. – 2019. – Т. 18. – № 1 (484). – С. 83–95.

96. Кривошеева, И. ИИС: чем России полезен зарубежный опыт / И. Кривошеева // Рынок ценных бумаг. – 2014. – № 9. – С. 38–40.

97. Кузнецова, Н.В. Формирование инвестиционного портфеля начинающего инвестора / Н.В. Кузнецова, Л.В. Казанцев // Вестник Забайкальского государственного университета. – 2018. – Т. 24. – № 5. – С. 125–134.

98. Лазарян, С.С. Влияние налоговой политики на уровень инвестиций частного сектора / С.С. Лазарян, М.А. Черноталова // Научно-исследовательский финансовый институт. Финансовый журнал. – 2017. – № 3 (37). – С. 71–84.

99. Лисовская, И.А. Налоговые льготы и преференции: нечеткость понятийного аппарата как источник налоговых рисков / И.А. Лисовская, Н.А. Коломенская // Международный бухгалтерский учет. – 2013. – № 42 (288). – С. 36–43.

100. Литвинцев, Д.О. IPO малых инновационных компаний в России / Д.О. Литвинцев // Вестник Саратовского государственного социально-экономического университета. – 2015. – № 3 (57). – С. 19–21.

101. Логинова, Т.А. Налоговые расходы (налоговые льготы): проблемы налогов на имущество и НДС / Т.А. Логинова, Т.И. Семкина // Налоги. – 2019. – № 6. – С. 27–33.

102. Майбуров, И.А. Реализация концепции налоговых расходов в Российской Федерации: методология оценки эффектов и эффективности / И.А. Майбуров, Ю.В. Леонтьева // Экономика промышленности. – 2014. – № 1 (65). – С. 5–16.

103. Майбуров, И.А. Проблема идентификации и оценки налоговых расходов: методологический подход к решению / И.А. Майбуров // Проблемы экономики (Харьков). – 2012. – № 4. – С. 187–193.

104. Майбуров, И. Оценка налоговых расходов и эффективности налоговых льгот: методология решения задачи / И. Майбуров // Общество и экономика. – 2013. – № 4. – С. 71–91.

105. Маймулов, М.С. Оценка эффективности внедрения индивидуальных инвестиционных счетов и перспективы дальнейшего развития системы ИИС / М.С. Маймулов // Финансовый бизнес. – 2020. – № 6 (208). – С. 59–65.

106. Малинина, Т. Оценка налоговых льгот и освобождений: зарубежный опыт и российская практика / Т. Малинина. – Москва : ИЭПП. – 212 с.

107. Мамедов, Д.А.О. Концептуальный подход к оценке социально-экономической эффективности налоговых льгот / Д.А.О. Мамедов // Russian Economic Bulletin. – 2020. – Т. 3. – № 4. – С. 70–76.

108. Марамыгин, М.С. Индивидуальный инвестиционный счет как элемент финансовой грамотности населения / М.С. Марамыгин, Б.С. Дажук, Е.Ю. Овсянникова // Финансовая экономика. – 2018. – № 7. – С. 447–450.

109. Марков, А.А. Количественная оценка информационной эффективности фондового рынка / А.А. Марков // Финансовые рынки и банки. – 2021. – № 4. – С. 71–77.

110. Мартынова, Т.А. Эффективность привлечения заемных средств компаниями / Т.А. Мартынова, Д.В. Еремеев, А.Е. Сташкевич, И.В. Маркевич // Управленческий учет. – 2021. – № 7-2. – С. 453–461.

111. Миркин, Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски / Я.М. Миркин. – Москва : GELEOS Publishing House : Кэпитал Трейд Компани, 2011. – 480 с.

112. Мусаев, А. Налоговые льготы как инструмент активной налоговой политики / А. Мусаев, З. Кулиев // Общество и экономика. – 2014. – № 5. – С. 99–110.

113. Некрылова, Н.В. Анализ финансового состояния коммерческой организации : учебно-методическое пособие / Н.В. Некрылова, А.В. Понукалин, Т.Е. Кузнецова, Л.А. Петрова. – Пенза : Изд-во ПГУ, 2017. – 100 с.

114. Новиков, А.В. Оценка уровня развития финансового рынка России на этапах экономического роста / А.В. Новиков, И.Я. Новикова // Идеи и идеалы. – 2021. – Т. 13. – № 1–2. – С. 235–264.

115. Новиков, А.В. Финансовое развитие и экономический рост: анализ подходов к проблеме / А.В. Новиков, И.Я. Новикова // Идеи и идеалы. – 2020. – Т. 12. – № 4-2. – С. 251–266.

116. Новиков, А.В. Финансовый рынок России: есть ли потенциал для стимулирования экономического роста? / А.В. Новиков, И.Я. Новикова // Вестник НГУЭУ. – 2020. – № 2. – С. 86–104.

117. Новиков, А.М. Методология / А.М. Новиков, Д.А. Новиков. – Москва : СИНТЕГ, 2007. – 668 с.

118. Новиков, А.М. Методология научного исследования / А.М. Новиков, Д.А. Новиков. – Москва : Либроком, 2010. – 280 с.

119. Новиков, А.М. О предмете и структуре методологии / А.М. Новиков, Д.А. Новиков // Мир образования – образование в мире. – 2008. – № 1. – URL: www.methodology.ru (дата обращения: 18.07.2017).

120. Павлов, К.В. Классификация и назначение фондовых индексов / К.В. Павлов // Фундаментальные и прикладные исследования кооперативного сектора экономики. – 2014. – № 2. – С. 15–21.

121. Павлов, К.В. Динамика фондовых индексов на развивающихся рынках / К.В. Павлов, В.И. Ляшенко // Фундаментальные и прикладные исследования кооперативного сектора экономики. – 2013. – № 6-2. – С. 119–124.

122. Пинская, М.Р. Лабораторный эксперимент при исследовании проблемы уклонения от уплаты налогов: значение и методика проведения / М.Р. Пинская, А.П. Киреенко // Налоги и налогообложение. – 2017. – № 7. – С. 56-66.

123. Пинская, М.Р. Принципы и подходы к составлению реестра налоговых расходов / М.Р. Пинская, Н.С. Милоголов, А. Иванов // Налоги и налогообложение. – 2018. – № 6. – С. 7–15.

124. Плотников, В.С. Финансовый капитал: бухгалтерские процедуры и комментарии к ним / В.С. Плотников, О.В. Плотникова, М.В. Бежан // Международный бухгалтерский учет. – 2018. – Т. 21. – № 8 (446). – С. 887–903.

125. Покровская, Н.В. Модели налогообложения доходов по банковским вкладам и их связь с объемами сбережений населения / Н.В. Покровская // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия: Экономика и экологический менеджмент. – 2016. – № 3. – С. 57–64.

126. Покровская, Н.В. Тренды налогового регулирования сбережений физических лиц в банковских организациях России / Н.В. Покровская, О.А. Теляк // Экономика и банки. – 2021. – № 1. – С. 23–30.

127. Попова, Е.М. Инвестиционные инструменты рынка капитала: новации и стимулы / Е.М. Попова, С.А. Руденко // Известия Санкт-Петербургского государственного экономического университета. – 2019. – № 2 (116). – С. 18–24.

128. Прянишникова, М.В. Общая характеристика и значение организованных рынков ценных бумаг на финансовых рынках стран с разными моделями капитала / М.В. Прянишникова // Финансы и кредит. – 2015. – № 46 (670). – С. 40–54.

129. Резник, А.Д. Докторант вуза: диссертация, подготовка к защите, личная организация : практическое пособие / А.Д. Резник. – Москва : ИНФРА-М, 2014. – 299 с.
130. Родионов, И. Развитие биржевых площадок для инновационных компаний: Россия и мировой опыт / И. Родионов, А. Меньшикова // Рынок ценных бумаг. – 2013. – № 1 – С. 20–24.
131. Романова, А.В. Финансовое поведение населения на современном этапе развития экономики / А.В. Романова, Д.Е. Курушина // Симбирский научный вестник. – 2020. – № 1–2 (39–40). – С. 142–146.
132. Ротбард, М. Власть и рынок / М. Ротбард ; пер. с англ. Б.С. Пинскера ; под ред. Гр. Сапова. – Челябинск : Социум, 2010. – 418 с.
133. Савельева, М.Ю. Методические основы построения интегрального показателя оценки вероятности манипулирования результатами деятельности в бухгалтерской (финансовой) отчетности компаний / М.Ю. Савельева, А.В. Тренихина, М.А. Алексеев // Вестник Самарского государственного экономического университета. – 2019. – № 5 (175). – С. 48–56.
134. Самылов, И.О. Стратегические цели инновационно-ориентированной компании при выходе на IPO / И.О. Самылов // Инновации. – 2016. – № 5 (211). – С. 119–126.
135. Селезнева, Н.Н. Анализ финансовой отчетности организации : учебное пособие для студентов вузов по специальности «Бухгалтерский учет, анализ и аудит» (080109), слушателей курсов по подготовке и переподготовке бухгалтеров и аудиторов / Н.Н. Селезнева, А.Ф. Ионова. – Москва : ЮНИТИ-ДАНА, 2017. – 583 с.
136. Сергеев, Л.И. Программно-целевая эффективность экономического развития / Л.И. Сергеев // Балтийский экономический журнал. – 2019. – № 3 (27). – С. 23–35.

137. Сигарев, А.В. Эффективность бюджетных инвестиций: сущность, методология оценки, проблемы / А.В. Сигарев // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 5 (118). – С. 543–546.

138. Синигатуллин, И.Н. Выявление значимых факторов, влияющих на динамику индекса корпоративных облигаций / И.Н. Синигатуллин // Экономика и предпринимательство. – 2020. – № 9 (122). – С. 1017–1024.

139. Стрем, С. Бюджетный процесс как инструмент эффективного управления / С. Стрем, Е. Леонтьева. – Москва : ЛЕНАНД, 2013. – 334 с.

140. Тамбовцев, В.Л. Эффективность в государственном секторе: иллюзия понимания и ее последствия / В.Л. Тамбовцев, И.А. Рождественская // Terra Economicus. – 2021. – № 19 (1). – С. 17–35.

141. Татаркин, Д.А. Методические основы оценки мультипликативных эффектов от реализации общественно значимых инвестиционных проектов / Д.А. Татаркин, Е.Н. Сидорова, А.В. Трынов // Вестник УрФУ. Серия: Экономика и управление. – 2015. – Т. 14. – № 4. – С. 574–587.

142. Тенетник, О.С. Сбережения граждан как инструмент системного развития экономики / О.С. Тенетник // Финансы: теория и практика. – 2018. – № 22 (3). – С. 22–35.

143. Теория налогообложения. Продвинутый курс / И.А. Майбуров, А.М. Соколовская. – Москва : ЮНИТИ – ДАНА, 2014. – 591 с.

144. Тишутина, О.И. Бюджетные расходы: вопросы эффективности, результативности и разработка системы показателей оценки / О.И. Тишутина, А.В. Михайлов // Проблемы современной экономики. – 2012. – № 4 (44). – С. 194–198.

145. Тропин, А.И. Проблемы и перспективы функционирования индивидуальных инвестиционных счетов на российском финансовом рынке / А.И. Тропин // Банковское дело. – 2020. – № 6. – С. 70–73.

146. Троянская, М.А. Ключевые положения оценки налоговых льгот / М.А. Троянская // Известия Уральского государственного экономического университета. – 2015. – № 2 (58). – С. 67–72.

147. Троянская, М.А. Развитие конкуренции в сфере налогообложения на основе регулирования налоговой устойчивости субъектов РФ : диссертация на соискание ученой степени доктора экономических наук. – Санкт-Петербург, 2018. – 395 с.

148. Тутов, Л.А. Философия и методология экономики: предметная идентификация / Л.А. Тутов // Экономика и управление: проблемы, решения. – 2013. – № 11 (23). – С. 4–20.

149. Тюкавкин, Н.М. Концептуальный анализ «Теории рациональных ожиданий» / Н.М. Тюкавкин // Международный научно-исследовательский журнал. – 2015. – № 8-1 (39). – С. 90–94.

150. Тюкавкин, Н.М. Экономическая теория предложения / Н.М. Тюкавкин // Вестник Самарского государственного университета. Серия: Экономика и управление. – 2014. – № 6 (117). – С. 178–184.

151. Усов, И. Третьего счета не будет. ИИС-1 исчезнет с появлением ИИС-3 / И. Усов // Коммерсантъ. – 2021. – № 168. – С. 8.

152. Фадейкина, Н.В. Капитал и прибыль как основные понятия бизнес-анализа и оценки стоимости бизнеса / Н.В. Фадейкина, К.Ю. Цыганков // Непрерывное профессиональное образование и новая экономика. – 2018. – № 1 (2). – С. 166–184.

153. Федотов, С.Н. Биржевые сегменты инновационных компаний малой и средней капитализации на российском рынке ценных бумаг / С.Н. Федотов // Аудит и финансовый анализ. – 2011. – № 1. – С. 426–431.

154. Федотов, С.Н. О некоторых аспектах увеличения результативности функционирования сектора РИИ Московской биржи / С.Н. Федотов // Экономика и управление в XXI веке: тенденции развития. – 2014. – № 14. – С. 49–56.

155. Федотов, С.Н. Оценка результативности деятельности биржевых секторов для компаний малой и средней капитализации / С.Н. Федотов // Мир экономики и права. – 2012. – № 8. – С. 26–40.

156. Цыганков, К.Ю. Капитал и прибыль как понятия и показатели: происхождение, экономический смысл, роль в менеджменте / К.Ю. Цыганков, Н.В. Фадейкина // Сибирская финансовая школа. – 2015. – № 6 (113). – С. 141–151.

157. Черуль, К.К. Налоговые льготы: их роль, условия предоставления и перспективы развития / К.К. Черуль, О.И. Тишутина // Проблемы и перспективы социально-экономического развития России в XXI веке : материалы II Всероссийской научной конференции. – Хабаровск : РИЦ ХГУЭП, 2021. – С. 93–97.

158. Чечин, В.В. Инвестиционные предпочтения частных инвесторов как основа принятия решения на рынке ценных бумаг / В.В. Чечин, А.В. Новиков. – Новосибирск : НГУЭУ, 2019. – 184 с.

159. Шакирова, Р.К. О соотношении понятий «налоговые льготы» и «налоговые расходы бюджета» и оценке их эффективности / Р.К. Шакирова // Налоги и налогообложение. – 2015. – № 2. – С. 146–156.

160. Шапошников, А.А. Можно ли верить бухгалтерской отчетности? / А.А. Шапошников, Я.И. Устинова // ЭКО. – 2010. – № 7 (433). – С. 148–159.

161. Шаталова, А.Д. Инвестиционный портфель акций инновационных компаний, сформированный на основе теории Марковица / А.Д. Шаталова // Гетеромагнитная микроэлектроника. – 2017. – № 22. – С. 82–88.

162. Шаталова, А.Д. Формирование портфеля акций инновационных компаний на основе теории Марковица при заданном уровне доходности / А.Д. Шаталова // Инновационная деятельность. – 2017. – № 2 (41). – С. 59–63.

163. Шеремет, А.Д. Финансовый анализ : учебно-методическое пособие / А.Д. Шеремет, Е.А. Козельцева. – Москва : Экономический факультет МГУ имени М.В. Ломоносова, 2020. – 200 с.

164. Юткина, Т.Ф. Налоги и налогообложение : учебник / Т.Ф. Юткина. – Москва : Инфра-М, 2001. – 576 с.

165. Яговкина, В.А. Налоговые расходы: первые проблемы правоприменения / В.А. Яговкина // *Общественные финансы*. – 2020. – № 40. – С. 108–119.

166. Яковлев, Д.И. Индивидуальный инвестиционный счет: проблемы правового регулирования и перспективы развития / Д.И. Яковлев // *Финансовое право*. – 2019. – № 4. – С. 16–18.

167. Якупов, З.С. Контрольная функция налога во взаимосвязи с другими его функциями / З.С. Якупов // *Актуальные проблемы экономики и права*. – 2013. – № 3. – С. 171–175.

Нормативные и методические документы

168. Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих... : Положение Банка России от 01.03.2017 № 580-П (ред. от 20.04.2020) // *КонсультантПлюс* : справочная правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_219183/ (дата обращения: 11.08.2021).

169. Основные направления бюджетной, налоговой и таможенно-тарифной политики на 2021 год и на плановый период 2022 и 2023 годов» (утв.

Минфином России) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.10.2021).

170. О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов : Указание Банка России от 05.12.2019 г. № 5343-У (ред. от 13.08.2020). – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_348775/ (дата обращения: 11.08.2021).

171. Прогноз долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2030 года (разработан Минэкономразвития России) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.10.2021).

172. Российская Федерация. Законы. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть вторая) от 5 августа 2000 г. № 117-ФЗ // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_28165/ (дата обращения: 11.01.2021).

173. Российская Федерация. Законы. Налоговый кодекс Российской Федерации (часть первая) от 31 июля 1998 г. № 146-ФЗ // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_19671/ (дата обращения: 11.01.2021).

174. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в отдельные законодательные акты Российской Федерации по вопросам обязательного пенсионного страхования в части права выбора застрахованными лицами варианта пенсионного обеспечения : Федеральный закон от 04.12.2013 № 351-ФЗ (ред. от 08.12.2020 № 405-ФЗ) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2021).

175. Российская Федерация. Законы. О внесении изменений в части первую и вторую Налогового кодекса Российской Федерации и отдельные законодательные акты Российской Федерации : Федеральный закон от 01.04.2020 № 102-ФЗ // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2020).

176. Российская Федерация. Законы. О защите и поощрении капиталовложений и развитии инвестиционной деятельности : Федеральный закон № 69-ФЗ от 01.04.2020 г. // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.10.2021).

177. Российская Федерация. Законы. О негосударственных пенсионных фондах : Федеральный закон от 07.05.1998 № 75-ФЗ (ред. от 20.07.2020) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 16.08.2020).

178. Российская Федерация. Законы. О рынке ценных бумаг : Федеральный закон от 22.04.1996 № 39 – ФЗ // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2020)

179. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Концепции повышения эффективности бюджетных расходов в 2019–2024 годах : Распоряжение Правительства РФ от 31.01.2019 № 117-р // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.10.2021).

180. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Методики оценки эффективности налоговых льгот (налоговых расходов) субъектов Российской Федерации и муниципальных образований : проект Постановления Правительства Российской Федерации (подготовлен Минфином России 16.03.2018). – URL: https://www.minfin.ru/common/upload/library/2018/04/main/Pismo_ot_28.04.2018_23-05-07_29126_v_subekty_RF.pdf (дата обращения: 06.05.2020).

181. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении правил отнесения акций и облигаций российских организаций, а также инвестиционных паев, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики : Постановление Правительства РФ от 22 февраля 2012 г. № 156 (ред. от 30.03.2018) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL:

http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_126658/ (дата обращения: 11.08.2021).

182. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям на возмещение части затрат на выплату купонного дохода по облигациям, выпущенным в рамках реализации инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий, и (или) на возмещение части затрат на уплату процентов по кредитам, полученным в российских кредитных организациях, а также в международных финансовых организациях, созданных в соответствии с международными договорами, в которых участвует Российская Федерация, на реализацию инвестиционных проектов по внедрению наилучших доступных технологий : Постановление Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. № 541 (с изменениями и дополнениями) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2021).

183. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Правил предоставления субсидий из федерального бюджета российским организациям – субъектам малого и среднего предпринимательства в целях компенсации части затрат по выпуску акций и облигаций и выплате купонного дохода по облигациям, размещенным на фондовой бирже : Постановление Правительства РФ от 30 апреля 2019 г. № 532 (с изменениями и дополнениями) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2021).

184. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации до 2030 года : проект Распоряжения Правительства РФ // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 16.10.2021).

185. Российская Федерация. Правительство. Об утверждении Стратегии развития финансового рынка РФ на период до 2020 года : Распоряжение

Правительства РФ от 29.12.2008 № 2043-р // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: <http://www.consultant.ru> (дата обращения: 06.05.2021).

186. Российская Федерация. Федеральная налоговая служба. Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок : Приказ ФНС России от 30.05.2007 № ММ-3-06/333@ (ред. от 10.05.2012) // КонсультантПлюс : справочная правовая система. – URL: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_55729/ (дата обращения: 11.08.2020).

Литература на иностранных языках

187. A Hundred Small Steps. Report of the Committee on Financial Sector Reforms. – New Delhi, 2009. – 207 p.

188. Acharya, V. Financial dependence and innovation: the case of public versus private firms / V. Acharya, Z. Xu // *Journal of Financial Economics*. – V. 124. – № 2. – P. 223–243.

189. Alvarez-Martinez, M.T. The economic consequences of corporate tax rates reductions in the EU: Evidence using a computable general equilibrium model / M.T. Alvarez-Martinez, S. Barrios, D. d'Andria [et al.] // *World Economy*. – 2019. – V. 42 (3). P. 818–845.

190. Andrejovska, A. Effective tax rate in the context of the economic determinants / A. Andrejovska // *Montenegrin Journal of Economics*. – 2019. – V. 15 (2). – P. 31–40.

191. Ang, A. Taxes on tax-exempt bonds / A. Ang, V. Bhansali, Y. Xing // *Journal of Finance*. – 2010. – V. 65 (2). – P. 565–601.

192. Arcand, J.-L. Too much finance? / J.-L. Arcand, E. Berkes, U. Panizza // *Journal of Economic Growth*. – 2015. – V. 20. – I. 2. – P. 105–148.

193. Attanasio, O.P. The effect of individual retirement accounts on household consumption and national saving / O.P. Attanasio, T. DeLeire // *The Economic Journal*. – 2002. – № 112 (481). – P. 504–538.

194. Auerbach, A.J. The future of capital income taxation / A.J. Auerbach // *Fiscal Studies*. – 2006. – V. 27. – № 4 – P. 399–420.

195. Azlan Annuar, H. Malaysian corporate tax rate and revenue: the application of Ibn Khaldun tax theory / H. Azlan Annuar, K. Isa, S.A. Ibrahim, S.A. Solarin // *ISRA International Journal of Islamic Finance*. – 2018. – V. 10 (2). – P. 251–262.

196. Bandiera, O. Does financial reform raise or reduce saving? / O. Bandiera, G. Caprio, P. Honohan, F. Schiantarelli // *Review of Economics and Statistics*. – 2020. № 82 (2). – P. 239–263.

197. Baumol, W.J. *The Stock Market and Economic Efficiency* / W.J. Baumol. – New York : Fordham University Press, 1965. – 95 p.

198. Belomyttseva, O. A note on the individual investment account influence on the Russian corporate debt and equity capital / O. Belomyttseva // *Economic and Social Development : Book of Proceeding. Varazdin (May 21/May 22, 2020)*. – Varazdin : Varazdin Development and Entrepreneurship Agency (VADEA). – P. 302–310. – URL: <https://search.proquest.com/docview/2407570908?pq-origsite=gscholar&fromopenview=true> (дата обращения: 15.07.2020).

199. Belomyttseva, O. Determination of the effects of tax-privileged private investors' investments in the securities market / O. Belomyttseva // *Global Social and Economic Challenges and Regional Development. Proceedings of the 16th International Conference of the Association of Economic Universities of South and Eastern Europe and the Black Sea Region (ASECU)*. – Novosibirsk, 2021. – P. 228–231.

200. Belomyttseva, O. A Note on the Gordon Growth Model with Taxes / O. Belomyttseva, L. Grinkevich, A. Grinkevich ; D. Procházka (eds) // *The Impact of Globalization on International Finance and Accounting. Springer Proceedings in Business and Economics*. Springer, Cham. – 2018.

201. Belomyttseva, O.S. Development and distinguishing features of investment tax deduction in the Russian Federation / O.S. Belomyttseva, L.S. Grinkevich // *Journal of Tax Reform*. – 2016. – V. 2. – № 2. – P. 126–138.

202. Belomyttseva, O.S. Tax incentives for bond-oriented individual investors: evidence from the Russian Federation / O.S. Belomyttseva, L.S. Grinkevich, A.M. Grinkevich [et al.] // *Journal of Tax Reform*. – 2018. – V. 4. – № 2. – P. 108–124.

203. Belomyttseva, O.S. On the Methodology for Assessing the Fiscal Effectiveness of Tax Incentives for Private Investors in the Securities Market / O.S. Belomyttseva ; P.V. Trifonov, M.V. Charaeva (eds) // *Strategies and Trends in Organizational and Project Management. Lect. Notes in Networks, Syst.* Springer, Cham. – 2022.

204. Belomyttseva, O. Tax Incentives for Innovative Small Business: The Russian Model / A. Grinkevich, L. Grinkevich, O. Belomyttseva ; D. Procházka (eds) // *The Impact of Globalization on International Finance and Accounting. Springer Proceedings in Business and Economics.* Springer, Cham. – 2018.

205. Bernstein, S. Does going public affect innovation? / S. Bernstein // *Journal of Finance*. – 2017. – V. 70. – № 4. – P. 1365–1403.

206. Bischoff, C.W. The effect of alternative lag distributions / C.W. Bischoff // *Tax incentives and capital spending* / Ed. G. Fromm. – North-Holland, 1971. – P. 61–130.

207. Blanco, F. Taxation and economic growth in the European union: A quantile approach / F. Blanco, F.J. Delgado // *Revista de Economia Mundial*. – 2019. – V. 51. – P. 79–100.

208. Boldyreva, N.B. The impact of tax preferences on the investment attractiveness of bonds for retail investors: the case of Russia / N.B. Boldyreva, L.G. Reshetnikova, Tarkhanova E.A. [et al.] // *Journal of Risk and Financial Management*. – 2020. – V. 13. – № 4. – P. 72.

209. Brinson, G.P. Determinants of Portfolio Performance / G.P. Brinson, L.R. Hood, G.L. Beebower // *Financial Analysts Journal*. – 1986. – V. 42. – № 4. – P. 39–44.

210. Brown, J.R. Financing innovation and growth: cash flow, external equity, and the 1990s R&D boom / J.R. Brown, S.M. Fazzari, B.C. Petersen // *Journal of Finance*. – 2009. – V. 64. – № 1. – P. 151–185.

211. Buchanan, J.M. Politics, time and the Laffer curve / J.M. Buchanan, D.R. Lee // *Journal of Political Economy*. – 1982. – V. 90 (4). – P. 816–819.

212. Burton, D.R. Tax reform: eliminating the double taxation of corporate income / D.R. Burton // *Backgrounders*. The Heritage foundation. – 2017. – V. 3216. – P. 1–9.

213. Canto, V.A. Tax rates, factor employment, and market production / V.A. Canto, D.H. Joines, A.B. Laffer // *The Supply-side Effects of Economic-policy*. – V. 1. – N. p. : Springer, 1980. – P. 3–32.

214. Chetty, R. The effects of taxes on market responses to dividend announcements and payments: what can we learn from the 2003 dividend tax cut? / R. Chetty, J. Rosenberg, E. Saez // *NBER Working*. – P. 11452. – URL: <http://www.nber.org/papers/w11452>

215. Chirinko, R.S. Business fixed investment spending: modeling strategies, empirical results, and policy implications / R.S. Chirinko // *Journal of Economic Literature*. – 1993. – V. 31 (4). – P. 1875–1911.

216. Cohen, R.M. The effect of cash flow on speed of adjustment / R.M. Cohen // *Tax incentives and capital spending* / Ed. G. Fromm. – North-Holland, 1971. – P. 131–196.

217. Cournede, B. Finance and Inclusive Growth / B. Cournede, O. Denk, P. Hoeller // *OECD Economic Policy Paper*. – 2015. – № 14. – 46 p.

218. Cummins, J.G. A reconsideration of investment behavior using tax reforms as natural experiments / J.G. Cummins, K.A. Hassett, R.G. Hubbard // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1994. – V. 2. – P. 1–74.

219. Cummins, J.G. Have tax reforms affected investment? / J.G. Cummins, K.A. Hassett, R.G. Hubbard // *Tax Policy and the Economy* ; J.M. Poterba (Ed.). – MIT Press, 1995. – V. 9. – P. 131–150. – URL: <http://www.nber.org/books/pote95-1>
220. Cummins, J.G. Tax reforms and investment: a cross-country comparison / J.G. Cummins, K.A. Hassett, R.G. Hubbard // *Journal of Public Economics*. – 1996. – V. 62 (1). – P. 237–273.
221. Dammon, R.M. Optimal consumption and investment with capital gains taxes / R.M. Dammon, Ch.S. Spatt, H.H. Zhang // *Review of Financial Studies*. – 2001. – V. 14 (3). – P. 583–616.
222. Demirgüç-Kunt, A. Finance, Financial Sector Policies, and Long-Run Growth / A. Demirgüç-Kunt, R. Levine // *Policy Research Working Paper*. – Washington, DC : World Bank, 2008. – № 4469. – 82 p.
223. Devereux, M.P. Corporate income tax reforms and international tax competition / M.P. Devereux, R. Griffith, A. Klemm // *Economic Policy*. – 2002. – V. 17 (35). – P. 449–495.
224. Devereux, M.P. Corporate tax incentives and capital structure: new evidence from UK firm-level tax returns / M.P. Devereux, G. Maffini, J. Xing // *Journal of Banking and Finance*. – 2018. – V. 88. – P. 250–266.
225. Djankov, S. The effect of corporate taxes on investment and entrepreneurship / S. Djankov, T. Ganser, C. McLiesh [et al.] // *American Economic Journal: Macroeconomics*. – 2010. – V. 2 (3). – P. 31–64.
226. Donnelly, M. Policy forum: tax-free savings accounts – a cautionary tale from the UK experience / M. Donnelly, A. Young // *Canadian Tax Journal*. – 2012. – V. 60 (2). – P. 361–374.
227. Eichfelder, S. Tax incentives and business investment: evidence from German bonus depreciation / S. Eichfelder, K. Schneider // *CESifo Working Paper*. – 2014. – № 4805.
228. Eisner, R. Investment behavior and neoclassical theory / R. Eisner, M.I. Nadiri // *Review of Economics and Statistics*. – 1968. – V. 50 (3). – P. 369–382.

229. Eisner, R. Neoclassical theory of investment behavior: a comment / R. Eisner, M.I. Nadiri // *Review of Economics and Statistics*. – 1970. – V. 52 (2). – P. 216-222.
230. Eisner, R. Tax policy and investment behavior: comment / R. Eisner // *American Economic Review*. – 1969. – V. 59 (3). – P. 379–88.
231. Eisner, R. Tax policy and investment behavior: further comment / R. Eisner // *American Economic Review*. – 1970. – V. 60 (4). – P. 746–52.
232. Engen, E.M. Do saving incentives work? / E.M. Engen, W.G. Gale, J.K. Scholz // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1994. – № 25 (1). – P. 85–151.
233. Fama, E.F. Taxes, financing decisions, and firm value / E.F. Fama, K.R. French // *Journal of Finance*. – 1998. – V. 53 (3). – P. 819–843.
234. Fama, E.F. Random Walks in Stock Market Prices / E.F. Fama // *Financial Analysts Journal*. – 1965. – V. 21. – № 5. – P. 55–59.
235. Fang, V.W. Does stock liquidity enhance or impede firm innovation? / V.W. Fang, X. Tian, S. Tice // *Journal of Finance*. – 2014. – V. 69. – I. 5. – P. 2085–2125.
236. Feldstein, M. Effect of marginal tax rates on taxable income: a panel study of the 1986 tax reform act / M. Feldstein // *Journal of Political Economy*. – 1995. – V. 103 (3). – P. 551–572.
237. Feldstein, M.S. Tax policy, corporate saving and investment behaviour in Britain / M.S. Feldstein, J.S. Flemming // *Review of Economic Studies*. – 1971. – V. 38 (4). – P. 415–434.
238. Feldstein, M. The effects of tax-based saving incentives on government revenue and national saving / M. Feldstein // *Quarterly Journal of Economics*. – 1995. – № 110. – P. 475–494.
239. Ferreira, D. Incentives to innovate and the decision to go public or private / D. Ferreira, G. Manso, A.C. Silva // *Review of Financial Studies*. – 2014. – V. 27. – № 1 – P. 256–300.

240. Ferreira, M. The colors of investors' money: The role of institutional investors around the world / M. Ferreira, P. Matos // *Journal of Financial Economics*. – 2008. – V. 88. – P. 499–533.

241. Galindo, A.J. Corporate tax stimulus and investment in Colombia / A.J. Galindo, M. Meléndez // *IDB Working Paper Series*. – 2010. – № IDB-WP-173.

242. Gentry, W. Fundamental tax reform and corporate financial policy / W. Gentry, R.G. Hubbard // *Tax and Policy*. – 1998. – V. 12. – P. 191–227.

243. Glen, J. International Comparison of Stock Trading Practices / J. Glen. – World Bank, 1994. – 36 p.

244. Glossary of Stock Market Terms (NASDAQ)/ – URL: <https://www.nasdaq.com/glossary> (дата обращения: 30.09.2021).

245. Goolsbee, A. Evidence on the high-income Laffer curve from six decades of tax reform / A. Goolsbee // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1999. – V. 30 (2). P. 1–64.

246. Gordon, K. Marginal effective tax rates on physical, human and R&D capital / K. Gordon, H. Tchilinguirian // *OECD Economics Department Working Papers*. – 1998. – №190. – ECO/WKP (98) 12.

247. Green, R.C. A simple model of the taxable and tax-exempt yield curves / R.C. Green // *Review of Financial Studies*. – 1993. – V. 6 (2). – P. 233–264.

248. Green, R.C. Are there tax effects in the relative pricing of U.S. government bonds? / R.C. Green, B.A. Odegaard // *Journal of Finance*. – 1997. – V. 52(2). – P. 609–633.

249. Hall, R.E. Tax policy and investment behavior / R.E. Hall, D.W. Jorgenson // *American Economic Review*. – 1967. – V. 57. – №. 3. – P. 391–414.

250. Hall, R.E. Tax policy and investment behavior: reply and further results / R.E. Hall, D.W. Jorgenson // *American Economic Review*. – 1969. – V. 59. – № 3. – P. 388–401.

251. Harris, P. Neutralizing effects of hybrid mismatch arrangements / P. Harris // *Papers on selected topics in protecting the tax base of developing countries*.

United Nations Department of Economic and Social Affairs, United Nations Secretariat. – New York, 2014.

252. He, J.J. The dark side of analyst coverage: the case of innovation / J.J. He, X. Tian // *Journal of Financial Economics*. – 2013. – V. 109. – I. 3. – P. 856–878.

253. Hiraga, K. When is the Laffer curve for consumption tax hump-shaped? / K. Hiraga, K. Nutahara // *CIGS Working Paper Series*. – 2016. – № 16-002E.

254. House, C.L. Temporary investment tax incentives: theory with evidence from bonus depreciation / C.L. House, M.D. Shapiro // *American Economic Review*. – 2008. – V. 98 (3). – P. 737–768.

255. Hubbard, R.G. Assessing the effectiveness of saving incentives / R.G. Hubbard, J.S. Skinner // *Journal of Economic Perspectives*. – 1996. – № 10 (4). – P. 73–90.

256. Ibbotson, R.G. Does Asset Allocation Policy Explain 40, 90, or 100 Percent of Performance? / R.G. Ibbotson, P.D. Kaplan // *Financial Analysts Journal*. – 2000. – V. 56. – № 1. – P. 26–33.

257. Jenkins, S.P. The great recession and the distribution of household income / S.P. Jenkins, A. Brandolini, J. Micklewright, B. Nolan // Oxford University Press. – 2013. – 304 p.

258. Kahn, R.F. The Relation of Home Investment to Unemployment / R.F. Kahn // *Economic Journal*. – 1931. – June.

259. Kalotay, A. The tax option in municipal bonds / A. Kalotay, C.D. Howard // *Journal of Portfolio Management*. – 2014. – Winter. – P. 94–102.

260. Kang, M. Present bias and corporate tax policies / M. Kang, L.S. Ye // *Journal of Public Economic Theory*. – 2019. – V. 21 (2). – P. 265–290.

261. Karpova, D. The study of investment preferences of Russians on individual investment accounts / D. Karpova, S. Panova // *Journal of Reviews on Global Economics*. – 2018. – № 7 (Special Issue). – P. 626–644.

262. Karzanova, I.V. Estimation of effect of taxation on real sector investment in Russia: calculation of marginal effective tax rates / I.V. Karzanova // Higher School of Economics Economic Journal. – 2002. – V. 2. – P. 225–250.

263. Kazman, S.B. Exploring the Laffer curve: behavioral responses to taxation / S.B. Kazman // UVM Honors College Senior Theses. – 2014. – P. 8. – URL: <http://scholarworks.uvm.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1048&context=hcoltheses>

264. Keynes, J.M. The Collected writings of John Maynard Keynes / J.M. Keynes. – London : Macmillan, Cambridge University Press, 1972.

265. Khorana, A. Explaining the size of the mutual fund industry around the world / A., Khorana, H. Servaes, P. Tufano // Journal of Financial Economics. – 2005. – V. 78. – P. 145–185.

266. King, M.A. The taxation of income from capital: a comparative study of the United States, United Kingdom, Sweden, and West Germany / M.A. King, D. Fullerton. – Chicago : University of Chicago Press, 1984.

267. King, R.G. Finance and Growth: Schumpeter Might be Right / R.G. King, R. Levine // Quarterly Journal of Economics. – 1993. – V. 108. – № 3. – P. 717–737.

268. Kotamaki, M. Laffer curves and home production / M. Kotamaki // Nordic Tax Journal. – 2017. – V. 1. – P. 59–69.

269. Laffer, A. The Laffer curve: past, present, and future / A. Laffer // Backgrounder. The Heritage foundation. – 2004. – 1 June. – V. 1765.

270. Lerner, J. Private equity and long- run investment: the case of innovation / J. Lerner, M. Sorensen, P. Stromberg // Journal of Finance. – 2011. – V. 66. – № 2. – P. 445–477.

271. Levine, R. Finance and Growth: Theory and Evidence. Handbook of Economic Growth / R. Levine // Handbook of Economic Growth. – 2005. – V. 1. – Chapter 12. – P. 865–934.

272. Lindsey, L.B. Individual taxpayer response to tax cuts: 1982–1984: with implications for the revenue maximizing tax rate / L.B. Lindsey // *Journal of Public Economics*. – 1987. – V. 33. – P. 173–206.

273. Liu, Sh. How much of the corporate bond spread is due to personal taxes? / Sh. Liu, J. Shi, J. Wang, Ch. Wu // *Journal of Financial Economics*. – 2007. – V. 85 (3). – P. 599–636.

274. Mayo, W. Time to upgrade Australia's company tax system from imputation to integration / W. Mayo // *Australian Tax Forum*. – 2018. – V. 33. – P. 753–803.

275. Miller, M.H. Debt and taxes / M.H. Miller // *Journal of Finance*. – 1977. – V. 32. – P. 261–275.

276. Mishra, A.V. Taxation of domestic dividend income and foreign investment holdings / A.V. Mishra, R.A. Ratti // *International Review of Economics and Finance*. – 2014. – V. 31. – P. 218–231.

277. Monissen, H.G. Explorations of the Laffer curve / H.G. Monissen // *Würzburg Economic Papers*. – 1999. – V. 9.

278. Nanda, R. Financing innovation / R. Nanda, W. Kerr // *Annual Review of Financial Economics*. – 2015. – V. 7. – № 1. – P. 445–462.

279. Ohrn, E. The effect of corporate taxation on investment and financial policy: Evidence from the DPAD / E. Ohrn // *American Economic Journal: Economic Policy*. – 2018. – V. 10 (2). – P. 272–301.

280. Park, J. The impact of depreciation savings on investment: evidence from the corporate alternative minimum tax / J. Park // *Journal of Public Economics*. – 2016. – V. 135. – P. 87–104.

281. Piketty, T. About capital in the twenty-first century / T. Piketty // *American Economic Review*. – 2015. – V. 105 (5). – P. 48–53.

282. Poterba, J.M. Tax policy and corporate saving / J.M. Poterba // *Brookings Papers on Economic Activity, Economic studies program, The Brookings Institution*. – 1987. – V. 18 (2). – P. 455–516.

283. Poterba, J.M. How retirement saving programs increase saving / J.M. Poterba, S.F. Venti, D.A. Wise // *Journal of Economic Perspectives*. – 1996. – № 10 (4). – P. 91–112.

284. Randjelovic, S. Estimating the impact of income tax on personal savings in Serbia: The two channels approach / S. Randjelovic // *Acta Oeconomica*. – 2016. – V. 66. – I. 2. – P. 261–281.

285. Robinson, J. *The Rate of Interest and Other Essays* / J. Robinson. – London : Macmillan, 1952. – 170 p.

286. Romer, C.D. The macroeconomic effects of tax changes: estimates based on a new measure of fiscal shocks / C.D. Romer, D.H. Romer // *American economic review*. – 2010. – V. 100 (3). – C. 763–801.

287. Ruggeri, G. The effect of tax-based savings incentives on government revenue / G. Ruggeri, M. Fougere // *Fiscal Studies*. – 1997. – № 18 (2). – P. 143–159.

288. Saez, E. Reported incomes and marginal tax rates, 1960–2000: evidence and policy implications / E. Saez // *Tax Policy and the Economy*. – MIT Press, 2004. – V. 18. – P. 117–174.

289. Sahay, R. *Rethinking Financial Deepening: Stability and Growth in Emerging Markets* / R. Sahay, M. Cihak, P. N'Diaye [et al.]. – IMF Staff Discussion Notes, 2015. – 41 p.

290. Salinger, M. Tax reform and corporate investment: a microeconomic simulation study / M. Salinger, L.H. Summers // *Behavioral simulation methods in tax policy analysis*. – University of Chicago Press, 1983. – P. 247–288.

291. Schumpeter, J.A. *The Theory of Economic Development* / J.A. Schumpeter. – Routledge, 2021 (Copyright Year). – 254 p.

292. Seminogovas, B. Taxation of hybrid instruments / B. Seminogovas // *Procedia – Social and behavioral Sciences*. 20th International Scientific Conference Economics and Management – 2015. – V. 13. – P. 299–303.

293. Sharpe, W.F. Asset Allocation: Management Style and Performance Measurement / W.F. Sharpe // *Journal of Portfolio Management*. – 1992. – № 18. – P. 7–19.

294. Shen, P. How long is a long-term investment? / P. Shen // *Economic Review*. – 2005. – V. 90. – I. Q I. – P. 5–32.

295. Shevlin, T. Macroeconomic effects of corporate tax policy / T. Shevlin, L. Shivakumar, O. Urcan // *Journal of Accounting and Economics*. – 2019. – V. 68 (1). – [101233].

296. Slemrod, J. Taxing ourselves / J. Slemrod, J. Bakija. – Cambridge, MA : MIT Press, 1996.

297. Soldatos, G.T. The Laffer curve, efficiency, and tax policy: a note / G.T. Soldatos // *Review of Economics*. – 2016. – V. 67(3). – P. 255–262.

298. Steinmüller, E. Corporate income taxes around the world: a survey on forward-looking tax measures and two applications / E. Steinmüller, G.U. Thuncke, G. Wamser // *International Tax and Public Finance*. – 2019. – V. 26 (2). – P. 418–456.

299. Stiglitz, J.E. Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies / J.E. Stiglitz. – San Fransisco : ICS Press, 1993. – 39 p.

300. Suarez Serrato, J.C. The structure of state corporate taxation and its impact on state tax revenues and economic activity / J.C. Suarez Serrato, O. Zidar // *Journal of Public Economics*. – 2018. – V. 167. – P. 158–176.

301. Summers, L.H. Taxation and corporate investment: A q-theory approach / L.H. Summers // *Brookings Papers on Economic Activity*. – 1981. – № 1. – C. 67–140.

302. Surrey, S. Tax Expenditures / S. Surrey, P. McDaniel. – Harvard University Press, 1985. – 303 p.

303. Swan, P.L. Investment, the corporate tax rate, and the pricing of franking credits / P.L. Swan // *Economic Record*. – 2019. – September.

304. Trabandt, M. The Laffer curve revisited / M. Trabandt, H. Uhlig // Journal of Monetary Economics. – 2011. – V. 58. – P. 305–327.

305. Varian, H.R. What Use is Economic Theory? / H.R. Varian. – 1989. – URL: <http://people.ischool.berkeley.edu/~hal/Papers/theory.pdf>

306. Venti, S.F. IRAs and saving / S.F. Venti, D.A. Wise // NBER Working Paper. – 1986. – № 1879.

307. Vergara, R. Taxation and private investment: evidence for Chile / R. Vergara // Applied Economics. – 2010. – V. 42 (6). – C. 717–725.

308. Wanniski, J. Taxes, revenues, and the «Laffer curve» / J. Wanniski // The Public interest. – 1978. – Winter.

309. Weichenrieder, A.J. Foreign profits and domestic investment / A.J. Weichenrieder // Journal of Public Economic. – 1998. – V. 69. – P. 451–463.

310. Yagan, D. Capital tax reform and the real economy: the effects of the 2003 dividend tax cut / D. Yagan // American Economic Review. – 2015. – V. 105 (12). – P. 3531–3563.

311. Zwick, E. Tax policy and heterogeneous investment behavior / E. Zwick, J. Mahon // American Economic Review. – 2017. – V. 107 (1). – P. 217–248.

Интернет-ресурсы

312. Доклад НАУФОР «Текущее состояние фондового рынка России и основные направления его развития». – URL: <http://naufor.ru> (дата обращения: 23.09.2021).

313. Мультипликаторы для оценки стоимости компаний. – URL: <https://quote.rbc.ru/news/training/5dd6b60a9a79479ea923d07a> (дата обращения: 13.10.2021).

314. Рыночные мультипликаторы: как оценить бизнес и выбрать акции. – URL: <https://bcs.ru/blog/rynochnye-multiplikatory> (дата обращения: 13.10.2021).

Основные статистические материалы

315. Акционерное общество «Тинькофф Банк». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение. 31 декабря 2019 г. – URL: <https://acdn.tinkoff.ru/static/documents/f015a26e-ddbb-47e8-917d-ce67b10ebac6.pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

316. АО «АЛЬФА-БАНК». Аудиторское заключение о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности за 2019 г. – URL: https://alfabank.ru/f/3/about/annual_report/AZ_annual_buh_report_2019_1.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

317. АО «АЛЬФА-БАНК». Годовая консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение независимого аудитора по состоянию на 31 декабря 2019 г. – URL: https://alfabank.ru/f/3/about/annual_report/msfo/MSFO_2019.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

318. АО «ДОМ.РФ». Консолидированная финансовая отчетность с заключением независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: <https://xn--d1aqf.xn--plai/investors/reports/msfo/> (дата обращения: 21.08.2020).

319. АО «Лидер – Инвест». Консолидированная финансовая отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора за 2019 г. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=36668&type=4> (дата обращения: 20.08.2020).

320. АО «Первый контейнерный терминал». Бухгалтерская отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=35554&type=3> (дата обращения: 20.08.2020).

321. АО «Первый контейнерный терминал». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=35554&type=4> (дата обращения: 20.08.2020).

322. АО «РОСНАНО». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение независимых аудиторов. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.rusnano.com/upload/images/normativedocs/ROSNANO_MSFO_2019_RUS.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

323. АО «СОЮЗДОРСТРОЙ». Консолидированная финансовая отчетность за 2019 г. и аудиторское заключение независимых аудиторов. – URL: <http://www.avtoban.ru/investors/disclosure/> (дата обращения: 20.08.2020).

324. АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ». Бухгалтерская отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.metalloinvest.com/upload/iblock/dc7/ao_hk_metalloinvest_rar_audit-rprt_2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

325. АО «ХК «МЕТАЛЛОИНВЕСТ». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности и аудиторское заключение. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.metalloinvest.com/upload/iblock/f2e/perevod_fs_metalloinvest_2019_usd_rus_17.03.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

326. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской отчетности АО «Лидер – Инвест» по итогам деятельности за 2019 г. – URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=36668&type=3> (дата обращения: 20.08.2020).

327. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской отчетности АО «Эталон ЛенСпецСМУ» за 2019 г. – URL: https://finance.lenspecsmu.ru/upload/iblock/0ac/_pdf (дата обращения: 20.08.2020).

328. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской отчетности ООО «Сэтл Групп» за 2019 г. – URL: <https://www.setlcity.ru/investors> (дата обращения: 20.08.2020).

329. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской отчетности ПАО «Группа ЛСР» за 2019 г. – URL: <https://www.lsrgroup.ru/assets/files/lsr-group-aas-and-ar-2019.pdf> (дата обращения: 20.08.2020).

330. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Лизинговая компания «Европлан» за 2019 г. – URL: <https://europplan.ru/portal/investor/reports> (дата обращения: 21.08.2020).

331. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Федеральная пассажирская компания» за 2019 г. – URL: https://fpc.ru/static/public/ru?STRUCTURE_ID=254 (дата обращения: 20.08.2020).

332. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ОАО «Российские железные дороги» за 2019 г. – URL: <https://company.rzd.ru/ru/9471> (дата обращения: 20.08.2020).

333. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ООО «РЕСО – Лизинг» по итогам деятельности за 2019 г. – URL: <https://www.resoleasing.com> (дата обращения: 21.08.2020).

334. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «АНК «Башнефть» за 2019 г. – URL: <http://www.bashneft.ru> (дата обращения: 17.08.2020).

335. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «КАМАЗ» за 2019 г. – URL: <https://kamaz.ru/investors-and-shareholders/financial-statements/ras/> (дата обращения: 20.08.2020).

336. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «НК «Роснефть» за 2019 г. – URL: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_report/FS_RSBU_2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

337. Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «Ростелеком» за 2019 г. – URL: <https://www.company.rt.ru/> (дата обращения: 17.08.2020).

338. Аудиторское заключение независимого аудитора о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Всероссийский банк развития регионов» за 2019 г. – URL: https://www.vbrr.ru/upload/disclosure/2020/rsbu_report_2019y.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

339. Аудиторское заключение независимого аудитора о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «РН Банк» за 2019 г. – URL: https://rn-bank.ru/upload/otchet/RN_Bank_RSBU_2019.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

340. Аудиторское заключение независимого аудитора о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности АО «Российский Сельскохозяйственный банк» за 2019 г. – URL: https://www.rshb.ru/investors/reports_year/ (дата обращения: 21.08.2020).

341. Аудиторское заключение независимого аудитора о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности некредитной финансовой организации АО «ДОМ.РФ» за 2019 г. – URL: <https://xn--d1aqf.xn--p1ai/investors/reports/rsbu/> (дата обращения: 21.08.2020).

342. Аудиторское заключение независимого аудитора о годовой финансовой отчетности АО «РН Банк» за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://rn-bank.ru/upload/otchet/RN_Bank_MSFO_2019.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

343. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности АО «Всероссийский банк развития регионов» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: https://www.vbrr.ru/upload/disclosure/2020/ifrs_2019y.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

344. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности АО «Российский Сельскохозяйственный банк» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: <https://www.rshb.ru/investors/msfo/> (дата обращения: 21.08.2020).

345. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности АО «Федеральная пассажирская компания» и его дочерних организаций за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://fpc.ru/static/public/ru?STRUCTURE_ID=254 (дата обращения: 20.08.2020).

346. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности ОАО «Российские железные дороги» и его дочерних компаний а 2019 г. – URL: <https://company.rzd.ru/ru/9471> (дата обращения: 20.08.2020).

347. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности ООО «Лента» и его дочерних организаций за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://lenta.com/globalassets/docs/investors/2020/23-03-2020_1.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

348. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности ПАО «КАМАЗ» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: <https://kamaz.ru/investors-and-shareholders/financial-statements/ifrs/> (дата обращения: 20.08.2020).

349. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности ПАО «Ростелеком» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: <https://www.company.rt.ru/> (дата обращения: 17.08.2020).

350. Аудиторское заключение независимого аудитора о консолидированной финансовой отчетности ПАО «Совкомбанк» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: <https://sovcombank.ru/about/finance-reports> (дата обращения: 21.08.2020).

351. Аудиторское заключение независимого аудитора по бухгалтерской (финансовой) отчетности ООО «Газпром капитал» за 2019 г. – URL:

https://gazpromcapital.ru/fileadmin/f/reports/2020/2020.04.15_AZ-BO2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

352. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской отчетности АО «АВТОБАН – Финанс» . URL: <https://www.e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=35670&type=3> (дата обращения: 20.08.2020).

353. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской отчетности АО «РОСНАНО» за 2019 г. – URL: https://www.rusnano.com/upload/images/normativedocs/2019_RSBU_ROSNANO-AO.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

354. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской отчетности АО «Трансмашхолдинг» за 2019 г. – URL: <https://www.tmholding.ru/investor/accounting-financial-statements/%D0%90%D0%97-%D0%A2%D0%9C%D0%A5-2019.pdf> (дата обращения: 20.08.2020).

355. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской отчетности ПАО «Северсталь» за 2019 г. – URL: <https://www.severstal.com/files/1833/document39638.pdf> (дата обращения: 15.08.2020).

356. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской отчетности ПАО «Транснефть» за 2019 г. – URL: https://www.transneft.ru/u/section_file/45613/ayditorskoe_zakluchenie_o_byhgalterskoi_otchetnosti_pao_transneft_za_2019_god.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

357. Аудиторское заключение независимых аудиторов о бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «МегаФон» за 2019 г. – URL: <https://corp.megafon.ru/investoram/shareholder/rsbu/> (дата обращения: 17.08.2020).

358. Аудиторское заключение независимых аудиторов о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности «Газпромбанк» (АО) за 2019 г. – URL: <https://www.gazprombank.ru/upload/files/iblock/261/RSBU-2019-god.pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

359. Аудиторское заключение о годовой бухгалтерской отчетности АО «Тинькофф Банк» за период с 1 января по 31 декабря 2019 г. – URL:

<https://acdn.tinkoff.ru/static/documents/1b20a1a8-ab39-4a74-8363e0ba909ad30d.pdf>
(дата обращения: 21.08.2020).

360. Аудиторское заключение о годовой бухгалтерской (финансовой) отчетности ПАО «Полюс» за 2019 г. – URL: http://polyus.com/upload/iblock/f72/rsbu-pao-polyus-_2019_-_az_.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

361. АФК «СИСТЕМА» и дочерние предприятия. Консолидированная финансовая отчетность за 2019 год и аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: <https://sistema.ru/upload/iblock/8fd/8fd6d976964b9a996133ab57cb58194b.pdf> (дата обращения: 17.08.2020).

362. Банк ВТБ. Консолидированная финансовая отчетность с аудиторским заключением независимого аудитора за год, закончившийся 31.12.2019 г. – URL: <https://www.vtb.ru/akcionery-i-investory/finansovaya-informaciya/raskrytie-finansovoj-otchetnosti-po-msfo/> (дата обращения: 17.08.2020).

363. Бухгалтерская отчетность ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания» за 2019 г. – URL: https://gtlk.ru/Buhgalterskaya_otchetnost_2019.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

364. Бухгалтерская отчетность ПАО «ЛУКОЙЛ» за 2019 г. по РСБУ. – URL: <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter/RegulatoryDisclosure/RASfinancialstatements> (дата обращения: 15.08.2020).

365. Бухгалтерская отчетность ПАО «Магнит» за 2019 г. – URL: <https://www.magnit.com/ru/disclosure/financial-statements/> (дата обращения: 15.08.2020).

366. Бухгалтерский баланс ПАО «Промсвязьбанк» на 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.psbank.ru/-/media/Files/Bank/About/Indicators/2019/all/806.pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

367. Бухгалтерский баланс ПАО «Совкомбанк» на 31 декабря 2019 г. – URL: https://sovcombank.com/about/pages/Klientam_i_pertneram (дата обращения: 21.08.2020).

368. Бухгалтерский баланс ПАО «ФСК ЕЭС» на 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.fsk-ees.ru/upload/docs/2019_RSBU_FSK_BB_Forma_1.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

369. ГК «Норильский никель». Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2019, 2018 и 2017 г. – URL: https://www.nornickel.ru/upload/iblock/24c/12m_2019_konsolidirovannaya_finansovaya_otchetnost_za_god_zakonchivshijsya_31_dekabrya_2019_g_v_dollarah_ssha.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

370. Годовая бухгалтерская отчетность ООО «Мираторг Финанс» за 2019 г. – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=10610&type=3> (дата обращения: 17.08.2020).

371. Годовая бухгалтерская отчетность ООО «РОЛЬФ» за 2019 г. – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=37542&type=3> (дата обращения: 17.08.2020).

372. Годовая бухгалтерская отчетность ПАО «Группа Компаний ПИК» за 2019 г. – URL: <https://www.pik.ru/about/share-capital/informationdisclosure/financial-statements> (дата обращения: 20.08.2020).

373. Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность ПАО «ГМК «НОРИЛЬСКИЙ НИКЕЛЬ» за 2019 г. – URL: https://www.nornickel.ru/upload/iblock/7a5/buhgalterskaya_finansovaya_otchetnost_pao_gmk_nn_za_2019_god.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

374. Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность ПАО «Сбербанк России» за 2019 г. – URL: https://www.sberbank.com/common/img/uploaded/files/info/uos_ori_01012020.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

375. Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность ПАО «Сургутнефтегаз» на 31.12.2019 г. – URL: <https://www.surgutneftegas.ru/investors/reporting/godovaya-bukhgalterskaya-finansovaya-otchetnost/> (дата обращения: 15.08.2020).

376. Годовой отчет Банк ВТБ (ПАО) за 2019 г. – URL: <https://ar2019.vtb.ru/today/> (дата обращения: 15.08.2020).

377. Группа «Башнефть». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение. – URL: http://www.bashneft.ru/files/iblock/cd9/Bashneft_IFRS_Cons_FS_19-r.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

378. Группа Газпромбанка. Консолидированная финансовая отчетность по состоянию на 31 декабря 2019 г. и за 2019 г. – URL: <https://www.gazprombank.ru/upload/files/i> (дата обращения: 17.08.2020).

379. Группа компаний «Сэтл». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение независимых аудиторов. – URL: <https://www.setlcity.ru/investors> (дата обращения: 20.08.2020).

380. Группа компаний «Трансмашхолдинг». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.tmholding.ru> (дата обращения: 20.08.2020).

381. Группа компаний «Эталон ЛенСпецСМУ». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: https://finance.lenspecsmu.ru/upload/iblock/ed5/lenspecsmu_ifrs_2019.pdf (дата обращения: 20.08.2020).

382. ГРУППА «НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.nknh.ru/upload/iblock/8d0/PAONizhnekamskneftekhim_IFRS-AUDIT-RPRT_2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

383. Группа РОЛЬФ. Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.rolf.ru/uploads/to_investors/consolidated_financial_statements_2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

384. Группа «РусГидро». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, и аудиторское заключение за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и по состоянию на эту дату. – URL: https://www.severstal.com/files/37168/rub/_Severstal_FS_31122019_RUB_final_clean%20%D0%BD%D0%B0%2029.01.2020_SECURED_signed%20page.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

385. ГРУППА «СОЛЛЕРС». МСФО. Консолидированная финансовая отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: http://www.sollers-auto.com/common/img/uploaded/investor_relations/Sollers_IFRS_FS_2019_rus_final.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

386. Индекс государственных облигаций Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/RGBITR> (дата обращения: 17.07.2020).

387. Индекс корпоративных облигаций Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/RUCBITR> (дата обращения: 17.07.2020).

388. Индекс муниципальных облигаций Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/RUMBTR> (дата обращения: 17.07.2020).

389. Индексы активов пенсионных накоплений. – URL: <https://www.moex.com/ru/index/pension/> (дата обращения: 27.09.2021).

390. Индексы Московской Биржи. – URL: <https://www.moex.com/ru/indices> (дата обращения: 27.09.2021).

391. Индивидуальные инвестиционные счета: цифры и факты. – URL: <https://fs.moex.com/f/11706/iis-1-mln.pdf> (дата обращения: 10.04.2020).

392. Информация по привлеченным и размещенным кредитными организациями средствам. 2020 г. – URL: http://cbr.ru/banking_sector/statistics/ (дата обращения: 15.07.2020).

393. История ценных бумаг в Секторе РИИ Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/s68> (дата обращения: 27.09.2021).

394. Консолидированная финансовая отчетность АО «Лизинговая компания «Европлан» и его дочерних организаций за 2019 г. – URL: <https://europplan.ru/portal/investor/reports> (дата обращения: 21.08.2020).

395. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «ЛУКОЙЛ». 31 декабря 2019 г. – URL: <https://lukoil.ru/InvestorAndShareholderCenter/Reports-AndPresentations/FinancialReports> (дата обращения: 15.08.2020).

396. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «Магнит» за 2019 г. – URL: <https://www.magnit.com/ru/disclosure/financial-statements/#tabs-fs-1-2019> (дата обращения: 15.08.2020).

397. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «НК «Роснефть». 31 декабря 2019 г. с аудиторским заключением независимого аудитора. – URL: https://www.rosneft.ru/upload/site1/document_cons_report/Rosneft_FS_12m2019_RUS.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

398. Консолидированная финансовая отчетность ПАО «Сбербанк России» и его дочерние организации за 2019 г. – URL: https://www.sberbank.ru/common/img/uploaded/files/info/ifrs2019/sberbank_ifrs_ye2019_rus.pdf?_ga=2.113239044.1648150414.1598332218-274417247.1598332218 (дата обращения: 15.08.2020).

399. Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) ПАО «Сургутнефтегаз» на 31.12.2019 г. – URL: <https://www.surgutneftegas.ru/investors/reporting/godovaya-konsolidirovannaya-finansovaya-otchetnost/> (дата обращения: 15.08.2020).

400. Народный портфель. Январь 2020 г. – URL: [file:///Users/olbel/Downloads/retail-portf-jan%20\(1\).pdf](file:///Users/olbel/Downloads/retail-portf-jan%20(1).pdf) (дата обращения: 10.04.2020).

401. Национальный проект: Развитие инструментов фондового рынка для субъектов МСП. Роль Банка России. – URL: https://cbr.ru/StaticHtml/File/41186/Poliakova_Bank_Rossii.pdf (дата обращения: 30.09.2021).

402. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. Информационно-аналитический материал. 1 квартал 2019 г. –

URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/25379/review_secur_19Q1.pdf (дата обращения: 10.04.2020).

403. Обзор ключевых показателей профессиональных участников рынка ценных бумаг. Информационно-аналитический материал. 2019 г. – URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/27616/review_secur_19.pdf (дата обращения: 10.04.2020).

404. Объем выпущенных на внутреннем рынке долговых ценных бумаг. – URL: https://cbr.ru/statistics/macro_itm/sec_st/ (дата обращения: 15.04.2020).

405. Объем привлеченных кредитными организациями вкладов (депозитов) физических лиц. 2015 г. – URL: https://cbr.ru/statistics/bank_system/4-2-1a_15/ (дата обращения: 15.07.2020).

406. О декларировании доходов физическими лицами. 2015 г. – URL: https://www.nalog.ru/rn54/related_activities/statistics_and_analytics/forms/#t1 (дата обращения: 19.03.2020).

407. О декларировании доходов физическими лицами. 2016 г. – URL: https://www.nalog.ru/rn54/related_activities/statistics_and_analytics/forms/#t1 (дата обращения: 19.03.2020).

408. О декларировании доходов физическими лицами. 2017 г. – URL: https://www.nalog.ru/rn54/related_activities/statistics_and_analytics/forms/#t1 (дата обращения: 19.03.2020).

409. О декларировании доходов физическими лицами. 2018 г. – URL: https://www.nalog.ru/rn54/related_activities/statistics_and_analytics/forms/#t1 (дата обращения: 19.03.2020).

410. О декларировании доходов физическими лицами. 2019 г. – URL: https://www.nalog.ru/rn54/related_activities/statistics_and_analytics/forms/#t1 (дата обращения: 29.03.2021).

411. ООО «ЕвразХолдинг Финанс». Аудиторское заключение о бухгалтерской (финансовой отчетности) за период с 1 января по 31 декабря 2019 г. –

URL: <https://disclosure.skrin.ru/disclosure/7707710865/?DTI=8> (дата обращения: 17.08.2020).

412. ООО «ЕвразХолдинг Финанс». Финансовая отчетность за 2019 отчетный год, закончившийся 31 декабря. – URL: <https://disclosure.skrin.ru/disclosure/7707710865/?DTI=8> (дата обращения: 17.08.2020).

413. ООО «ИКС 5 ФИНАНС». Аудиторское заключение независимого аудитора за 2019 г. – URL: http://www.x5-finance.ru/uploaded_files/documents_files/903.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

414. ООО «ИКС 5 ФИНАНС». Финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: http://www.x5-finance.ru/uploaded_files/documents_files/888.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

415. ООО «Лента». Годовая бухгалтерская (финансовая) отчетность за 2019 г. – URL: https://lenta.com/globalassets/docs/investors/2020/25-03-2020_2.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

416. ООО «РЕСО – Лизинг». Консолидированная финансовая отчетность за 2019 г. и аудиторское заключение независимых аудиторов. – URL: <https://www.resoleasing.com/upload/iblock/d9b/2019%20Reso-Leasing%20Consolidated%2031.12.2019%20-%20signed.pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

417. ООО «СОЛЛЕРС-ФИНАНС»: бухгалтерская отчетность и финансовый анализ. – URL: https://www.audit-it.ru/buh_otchet/7709780434_ooo-sollers-finans (дата обращения: 17.08.2020).

418. Основные показатели деятельности негосударственных пенсионных фондов. 2021 год. – URL: <http://cbr.ru/RSCI/statistics/> (дата обращения: 20.09.2021).

419. Основные показатели деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг по итогам II квартала 2021 года. – URL: http://cbr.ru/securities_market/statistic/ (дата обращения: 20.09.2021).

420. Отчет о финансовых результатах ПАО «Промсвязьбанк» за 2019 г. – URL: <https://www.psbank.ru/-/media/Files/Bank/About/Indicators/2019/all/807.pdf> (дата обращения: 21.08.2020).

421. Отчет о финансовых результатах ПАО «Совкомбанк» за 2019 г. – URL: https://sovcombank.com/about/pages/Klientam_i_pertneram (дата обращения: 21.08.2020).

422. Отчет о финансовых результатах ПАО «ФСК ЕЭС» за 2019 г. – URL: https://www.fsk-ees.ru/upload/docs/2019_RSBU_FSK_OFR_forma_2.pdf.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

423. ПАО АФК «СИСТЕМА». Бухгалтерская отчетность за 2019 г. И аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: <https://sistema.ru/upload/iblock/25f/25f675f058f538506b2eb3a91142f0f5.pdf> (дата обращения: 17.08.2020).

424. ПАО «БЕЛУГА ГРУПП». Аудиторское заключение независимого аудитора о бухгалтерской (финансовой) отчетности за 2019 г. – URL: <https://belugagroup.ru> (дата обращения: 17.08.2020).

425. ПАО «БЕЛУГА ГРУПП». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: <https://e-disclosure.ru/portal/files.aspx?id=7380&type=4%20> (дата обращения: 17.08.2020).

426. ПАО «Газпром». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с Международными стандартами финансовой отчетности, с аудиторским заключением независимого аудитора, 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/77/885487/gazprom-ifs-2019-12m-ru.pdf> (дата обращения: 15.08.2020).

427. ПАО «Газпром нефть». Бухгалтерская (финансовая) отчетность по состоянию на и за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., с аудиторским заключением независимого аудитора. – URL: <https://ir.gazprom-neft.ru/reports-and-results/financial-results/?year=2019> (дата обращения: 17.08.2020).

428. ПАО «Государственная транспортная лизинговая компания». Аудиторское заключение о консолидированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с МСФО, за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://gtlk.ru/AZ_GTLK_MSFO_2019.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

429. ПАО «Группа Компаний ПИК». Консолидированная финансовая отчетность за 2019 год и аудиторское заключение независимых аудиторов. – URL: http://1.db-estate.cdn.pik-service.ru/attachment_pikru/2.9E+229/29e228b0-fb6b-11e7-ac2a-001ec9d8c6a2/fs_pik_12m2019_rus_final_1969fe479d51b99109f1807c22882c11.pdf (дата обращения: 20.08.2020).

430. ПАО «Группа ЛСР». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение независимых аудиторов. – URL: <https://www.lsrgroup.ru/assets/files/lsr-cfs-12m2019-rus-sign.pdf> (дата обращения: 20.08.2020).

431. ПАО «МегаФон». Консолидированная финансовая отчетность за год по 31 декабря 2019 г. – URL: https://corp.megafon.ru/ai/document/11826/file/MEGAFON_2019_IFRS_FS_RUS.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

432. ПАО «Мобильные ТелеСистемы». Бухгалтерская отчетность за 2019 г. И аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: https://moskva.mts.ru/upload/contents/10677/buh_%202019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

433. ПАО «Мобильные ТелеСистемы» и дочерние предприятия. Консолидированная финансовая отчетность за 2019 год и аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: https://moskva.mts.ru/upload/contents/10677/mts_ifrs_cons_fs_18-19-rus.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

434. ПАО «Московская объединенная энергетическая компания». Аудиторское заключение о бухгалтерской (финансовой) отчетности за период

с 1 января по 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.moek.ru/d/textpage/b2/178/bukh.-otchetnost-moehk-za-2019-god.pdf> (дата обращения: 17.08.2020).

435. ПАО «Московская объединенная энергетическая компания». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, с аудиторским заключением независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.moek.ru/d/textpage/b4/180/fs_ifrs_12m2019_final.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

436. ПАО «НИЖНЕКАМСКНЕФТЕХИМ». Бухгалтерская отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.nknh.ru/upload/iblock/43b/Nizhnekamskneftekhim_RAR_AUDIT-PRRT_2019.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

437. ПАО «Полюс». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: <http://polyus.com/upload/iblock/8db/pao-polyus-konsolidirovannaya-otchetnost-za-2019.pdf> (дата обращения: 17.08.2020).

438. ПАО «Промсвязьбанк». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.psbank.ru/-/media/Files/Bank/Investors/IFRS/IFRS_rus_2019_12.pdf (дата обращения: 21.08.2020).

439. ПАО «РусГидро». Бухгалтерская отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора 31 декабря 2019 г. – URL: http://www.rushydro.ru/upload/iblock/e54/Otchetnost-PAO-RusGidro-RSBU-2019_RUS.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

440. ПАО «Северсталь» и его дочерние предприятия. Консолидированная финансовая отчетность за годы, закончившиеся 31 декабря 2019 и 2018 г. – URL: https://www.severstal.com/files/37168/rub/_Severstal_FS_31122019_RUB_final_clean%20%D0%BD%D0%B0%2029.01.2020_SECURED_signed%20page.pdf (дата обращения: 15.08.2020).

441. ПАО «СИБУР Холдинг»: бухгалтерская отчетность и финансовый анализ. – URL: https://www.audit-it.ru/buh_otchet/7727547261_pao-sibur-kholding (дата обращения: 17.08.2020).

442. ПАО «СИБУР Холдинг». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, и отчет независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: http://investors.sibur.com/~media/Files/S/Sibur-IR/Financial-results/2019/SIBUR_IFRS_FY%202019_RUS.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

443. ПАО «ТРАНСКОНТЕЙНЕР». Консолидированная финансовая отчетность в соответствии с МСФО и аудиторское заключение 31 декабря 2019 г. – URL: <https://trcont.com/documents/20143/675130/200318-TC+IFRS+Cons+2019>.

444. ПАО «Транснефть». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, и аудиторское заключение независимых аудиторов за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.transneft.ru/u/section_file/45543/tn_ifrs_12m2019_rus.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

445. ПАО «УРАЛКАЛИЙ». Аудиторское заключение и бухгалтерская отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: <https://www.uralkali.com/upload/iblock/302/RSBU-2019.pdf> (дата обращения: 17.08.2020).

446. ПАО «УРАЛКАЛИЙ». Консолидированная финансовая отчетность за год, закончившийся 31 декабря 2019 г. – URL: https://www.uralkali.com/upload/iblock/ded/Uralkali_IFRS%20FS_2019_rus.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

447. ПАО «ФСК ЕЭС». Консолидированная финансовая отчетность, подготовленная в соответствии с МСФО, за год, закончившийся 31 декабря 2019 г., и аудиторское заключение. – URL: https://www.fsk-ees.ru/upload/docs/2019_MSFO_FSK_EES.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

448. ПАО «Центр по перевозке грузов в контейнерах «ТрансКонтейнер». Бухгалтерская (финансовая) отчетность и аудиторское заключение независимого аудитора. 31 декабря 2019 г. – URL: https://trcont.com/documents/20143/678776/200211-TransContainer_RAS_report_2019_rus.pdf/641d0104-e461-7e92-71da-598b0d5b2297 (дата обращения: 20.08.2020).

449. ПАО «Челябинский трубопрокатный завод». Годовая бухгалтерская отчетность за 2019 г. – URL: https://chelpipe.ru/upload/iblock/dd5/20200227.СНТПЗ.1.Godovaya-bukhgalterskaya-otchetnost-_vse-formy_-za-2019-god.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

450. ПАО «Челябинский трубопрокатный завод». Консолидированная финансовая отчетность за 2019 г. и аудиторское заключение независимого аудитора. – URL: https://chelpipe.ru/upload/iblock/c3b/Chelpipe-IFRS-Cons-FS-19_r_.pdf (дата обращения: 17.08.2020).

451. Перечень налоговых расходов Российской Федерации на 2020 год и плановый период 2021 и 2022 годов. – URL: https://minfin.gov.ru/ru/document/?id_4=128284-perechen_nalogovykh_raskhodov_rossiiskoi_federatsii_na_2020_god_i_planovyi_period_2021_i_2022_godov (дата обращения: 30.10.2021).

452. Перечень ценных бумаг высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики для целей получения налоговой льготы. – URL: <https://www.moex.com/ru/markets/rii/rii.aspx> (дата обращения: 27.09.2021).

453. «Портфель частного инвестора» – новый аналитический продукт Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/n26848> (дата обращения: 27.08.2020).

454. Рыночная капитализация ценных бумаг по итогам торгов на фондовом рынке ПАО Московская Биржа. – URL: <https://www.moex.com/s26> (дата обращения: 15.04.2020).

455. Список облигаций российских организаций, процентный доход по которым облагается по ставке налога на прибыль 15 %. – URL:

<https://www.moex.com/ru/markets/stock/privilege.aspx> (дата обращения: 30.09.2021).

456. Статистические данные к обзору ключевых показателей негосударственных пенсионных фондов за 2020 г. – URL: <http://cbr.ru/RSCI/statistics/> (дата обращения: 30.04.2021).

457. Финансовый отчет ПАО «Газпром» за 2019 г. – URL: <https://www.gazprom.ru/f/posts/77/885487/gazprom-financial-report-2019-ru.pdf> (дата обращения: 15.08.2020).

458. Эмитенты рынка инноваций и инвестиций Московской биржи. – URL: <https://www.moex.com/s68> (дата обращения: 27.09.2021).

Обзор зарубежных эмпирических исследований

Таблица П.А.1. – Обзор зарубежных эмпирических исследований влияния налоговых новаций на корпоративные инвестиции

Авторы, год публикации	Временной интервал анализа, страна	Суть налоговой новации	Результат
Налоговые льготы			
Р. Холл и Д. Джордженсон, 1967 г.	1962–1963 гг., США	Введена инвестиционная льгота в размере 7 % от суммы инвестиций	40,9 % чистых инвестиций промышленного сектора в 1963 г. – результат льготы; эффект на уровень валовых инвестиций промышленного сектора – 10,2 %
Л. Саммерс, 1981 г.	Симуляция, США	Рост доли инвестиционных вложений, на которую могут быть уменьшены налоговые обязательства компании, с 0,056 до 0,112	В первый год суммарные инвестиции вырастут на 5,5 %; в долгосрочной перспективе инвестиции будут превышать доналоговый уровень на 17,3 %
К. Хаус и М. Шапиро, 2008 г.	2001–2004 гг., США	В 2002 г. компании получили право списывать 30 % соответствующих критериям предоставления льготы инвестиций как издержки сразу после покупки, в 2003 г. – 50 %	При сокращении предельных издержек на осуществление инвестиций на 1 % инвестиции увеличиваются на 6–14 %
Э. Звик и Дж. Мэхон, 2017 г.	2001–2004 гг., 2008–2011 гг., США	Предыдущая льгота (см. К. Хаус и М. Шапиро); предыдущая льгота (см. К. Хаус и М. Шапиро) в размере 50 % в 2008–2009 гг. и 100 % в 2010–2011 гг.	Первый этап налогового стимулирования увеличил инвестиции на 10,4 %; второй этап – на 16,9 %
С. Айхфельдер и К. Шнайдер, 2014 г.	1990–1998 гг., ГДР	Компании могли списывать 50 % инвестиций в качестве расходов в первые пять лет; для инвестиций 1997–1998 гг. доля была снижена до 40 %	Инвестиции в строительство выросли в среднем на 36,1 %; инвестиции в оборудование – на 3,1 %
А. Галиндо и М. Мелендез, 2010 г.	2003–2007 гг., Колумбия	Вычет 30 % стоимости инвестиций из налогооблагаемой прибыли	Рост инвестиций достиг в среднем 16 % между 2004 и 2007 гг.
Изменение способа амортизации			
Р. Холл и Д. Джордженсон, 1967-1969 гг.	1954–1963 гг., США	Введение ускоренного метода начисления амортизации в США	70,8 % чистых инвестиций промышленного сектора в 1955 г. в оборудование; за весь период 16,9 % чистых инвестиций – результат данной реформы
М. Сэлинджер и Л. Саммерс, 1983 г.	Симуляция, США	Сокращение срока службы оборудования для целей амортизации на 25 %	Рост инвестиций компаний на 0,3–11 %

Продолжение приложения А

Авторы, год публикации	Временной интервал анализа, страна	Суть налоговой новации	Результат
Дж. Парк, 2016 г.	1999 г., США	Сокращение периода начисления амортизации для компаний, которые платили налог на прибыль в соответствии с альтернативным минимальным налогом	Рост инвестиций компаний, плативших альтернативный минимальный налог, на 1–25 %
Снижение налога на прибыль			
Л. Саммерс, 1981 г.	Симуляция 1948–1980 гг., США	Сокращение ставки налога на прибыль с 46 до 40 %	Увеличение суммарных инвестиций в первый год на 3,2 %; в долгосрочной перспективе – на 9,0 %
Р. Вергара, 2010 г.	1975–2003 гг., Чили ³¹	Снижение налога на прибыль на 1 п. п.	Рост отношения совокупных инвестиций к накопленному запасу основного капитала на 0,04 п. п.; рост отношения инвестиций к ВВП на 0,06 п. п.
М.Т. Альварез-Мартинез и соавторы, 2018 г.	Симуляция, 28 стран Евросоюза	Снижение налога на прибыль на 10 п. п.	Различные эффекты в странах: от роста на ВВП 2,8 % до падения ВВП на 0,2 %
Х. Азлан Аннуар, Х. Иса, С.А. Ибрагим, С.А. Соларин, 2018 г.	Малайзия, 1996–2014 гг.	Поэтапное снижение ставки налога на прибыль	Определена оптимальная ставка налога на прибыль в размере 25,5156 %
Э. Орн, 2018 г.	Симуляция, 2005 г., США	Снижение налога на прибыль на 1 п. п.	Рост инвестиций на 4,7 % от базового капитала, рост дивидендных выплат на 0,3 %, снижение долговой нагрузки на 5,3 % стоимости активов
Введение разных налоговых ставок для распределенной и нераспределенной прибыли			
М. Фельдштейн и Дж. Флемминг, 1971 г.	Симуляция, 1954–1967 гг., Великобритания	Колебания значения θ ³² между 0,68 и 1	При значении θ , равном 0,68, средний объем инвестиций вырос бы на 6,7 %; при значении θ , равном 0,73, средний объем инвестиций вырос бы на 6,1 %
Л. Саммерс, 1981 г.	Симуляция 1948–1980 гг., США	Отмена налога на прирост капитала (ставка 5 %)	В первый год инвестиции вырастут на 6,0 %; в долгосрочной перспективе – на 17,7 %
Л. Саммерс, 1981 г.	Симуляция 1948–1980 гг., США	Отмена налога на дивиденды (ставка 35 %)	В первый год инвестиции вырастут на 24,6 %; в долгосрочной перспективе эффект отсутствует

31 Следует отметить, что именно этот период явился показательным для развития экономики Чили,

32 Показатель θ характеризует альтернативные издержки сохранения прибыли внутри компании (как нераспределенной прибыли) вместо выплаты дивидендов. θ равен единице, если ставки налогообложения распределенной и нераспределенной прибыли одинаковы. Если налоговая ставка на распределенную прибыль больше, чем ставка на нераспределенную прибыль, то θ меньше единицы, причем чем больше разница, тем меньше θ [237].

Окончание приложения А

Авторы, год публикации	Временной интервал анализа, страна	Суть налоговой новации	Результат
Д. Яган, 2015 г.	2003 г., США	Снижение налогов на дивиденды с 28,6 % до 15 %	Отсутствие влияния на инвестиции; компании начали выплачивать акционерам больше дивидендов
Снижение общей налоговой нагрузки			
С. Дянков, 2010 г.	2004 г., 85 стран	Снижение эффективной корпоративной налоговой ставки в первый год ведения бизнеса на 1 п. п.; в течение 5 лет –на 1 п. п.	Рост отношения инвестиций к ВВП на 0,22 п. п.; рост отношения инвестиций к ВВП на 0,25 п. п.
К. Ромер и Д. Ромер, 2010 г.	1947–2006 гг., США	Рост налоговых доходов на 1 п. п. ВВП; сокращение налогов на 1 п. п. ВВП	Снижение инвестиций нерезидентов в основные фонды, в некоторые периоды достигающее 6,2 %; для резидентов – 8,2 %; рост инвестиций на 6,2 % для нерезидентов и 8,2 % для резидентов

Источник: таблица составлена автором по материалам периодических источников [98, 189, 195, 225, 227, 236, 241, 249, 250, 254, 279, 280, 290, 301, 307, 310, 311]

Краткая характеристика ИИС

ИИС представляет собой особый вид брокерского счета, по сделкам в рамках которого налогоплательщик вправе заявить инвестиционный налоговый вычет. Данный вычет дает право на уменьшение налоговой базы при совершении сделок с ценными бумагами. НК РФ в соответствии со ст. 219.1 предусматривает 3 вида инвестиционных налоговых вычетов³³. С практической точки зрения уместно разделить данные вычеты на 2 группы:

- инвестиционный налоговый вычет в виде ЛДВ³⁴;
- инвестиционные налоговые вычеты, связанные с открытием и ведением ИИС.

В соответствии со ст. 10.2-1 Федерального закона 22.04.1996 N 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» ИИС представляет собой счет внутреннего учета, предназначенный для обособленного учета денежных средств и ценных бумаг клиента (физического лица), а также обязательств по договорам, заключенным за счет данного клиента [178]. ИИС может быть открыт брокером или управляющим на основании отдельного договора на брокерское обслуживание или договора доверительного управления ценными бумагами и ведется ими же.

В отношении ИИС в РФ действует ряд ограничений:

- гражданин имеет право заключить только один договор на ведение ИИС;
- по договору на ведение ИИС допускается передача клиентом брокеру или управляющему только денежных средств;
- сумма денежных средств, передаваемых клиентом профессиональному

³³ Инвестиционный налоговый вычет для физических лиц имеет совершенно иное значение в сравнении с инвестиционным налоговым вычетом для юридических лиц. Для последних инвестиционный налоговый вычет по налогу на прибыль регламентирован ст. 286.1 НК РФ и состоит в праве налогоплательщика на уменьшение в текущем налоговом (отчетном) периоде суммы налога на прибыль (авансового платежа) на полную либо частичную сумму расходов по приобретению, изготовлению, модернизации и реконструкции основных средств.

³⁴ Данный вычет упомянут выше и не анализируется ввиду его малой распространенности.

Продолжение приложения Б

участнику рынка ценных бумаг, не может превышать 1 000 000 руб. в год;

– срок действия ИИС должен составлять не менее 3 лет.

Таким образом, ИИС представляет собой обычный брокерский счет, но с ограничениями на пополнение и вывод средств.

В соответствии с пп. 2 и 3 п. 1 ст. 219.1 НК РФ налогоплательщик имеет право на получение двух взаимоисключающих инвестиционных налоговых вычетов, связанных с ИИС:

– в сумме денежных средств, внесенных налогоплательщиком в налоговом периоде на ИИС (тип А);

– в сумме доходов, полученных по операциям, учитываемым на ИИС (тип Б).

Таким образом, инвесторы имеют право выбора, по какому типу (А или Б) получить инвестиционный налоговый вычет.

Принципиальная разница между ЛДВ и инвестиционными налоговыми вычетами с использованием ИИС состоит в следующем:

1. Для реализации ЛДВ инвестор должен приобрести ценные бумаги и владеть ими не менее трех лет, не продавая. Таким образом, денежные средства инвестора заморожены в конкретных ценных бумагах.

2. Ведение ИИС подразумевает «замораживание» денежных средств не в конкретных инструментах, а в рамках отдельного счета (самого ИИС). При этом ограничения на срок инвестирования с использованием ИИС не предусмотрены. Инвестирование в рамках ИИС не ограничивается ценными бумагами; инвестор может размещать средства в банковских вкладах, приобретать валюту и производные финансовые инструменты, а также ценные бумаги иностранных эмитентов.

Вычет по ИИС типа А предоставляется ежегодно, максимальная сумма годового налогового вычета составит 52 000 руб. (13 % от 400 000 руб.). Инвестор может рассчитывать на возврат не более суммы уже уплаченного

Окончание приложения Б

налога и, соответственно, должен иметь налогооблагаемый доход у другого источника выплаты. При закрытии счета инвестор должен будет заплатить НДФЛ по доходу, полученному по операциям по ИИС.

Приложение В**Классификация доходов НПФ, особенности налогообложения
налогом на прибыль пенсионных резервов и пенсионных накоплений
НПФ**

В соответствии со ст. 295 НК РФ доходы НПФ определяются отдельно по разным видам доходов:

- по доходам, полученным от размещения пенсионных резервов;
- по доходам, полученным от инвестирования пенсионных накоплений;
- по доходам, полученным от уставной деятельности НПФ.

НПФ управляют одновременно пенсионными резервами и пенсионными накоплениями. Пенсионные резервы представляют собой совокупность средств, находящихся в собственности фонда и предназначенных для исполнения НПФ обязательств перед участниками в соответствии с пенсионными договорами. Таким образом, пенсионные резервы – это средства, предназначенные для исполнения фондом обязательств перед физическими лицами по выплате негосударственных пенсий в соответствии с договорами негосударственного пенсионного обеспечения. Согласно ст. 24 Федерального закона от 07.05.1998 N 75-ФЗ «О негосударственных пенсионных фондах», размещение средств пенсионных резервов основывается на семи принципах, в том числе – принципе обеспечения доходности [177]. Пенсионные накопления, в свою очередь, включают в себя средства, направленные на формирование накопительной пенсии, предназначенные для исполнения обязательств НПФ перед застрахованными лицами в соответствии с договорами об обязательном пенсионном страховании.

В плане уплаты НПФ налога на прибыль имеет место следующая ситуация:

- существует налоговая льгота в размере ставки рефинансирования по доходам от пенсионных резервов (ст. 295 НК РФ);

Продолжение приложения В

– доход от инвестирования НПФ пенсионных накоплений освобожден от обложения налогом на прибыль в полном объеме (пп. 31 п. 1 ст. 251 НК РФ).

В целях налогообложения доход, полученный от размещения пенсионных резервов, определяется как положительная разница между полученным доходом от размещения пенсионных резервов и доходом, рассчитанным исходя из ставки рефинансирования Банка России и суммы размещенного резерва. В расчет при этом принимается время фактического размещения; из расчета исключаются доходы, размещенные на солидарных пенсионных счетах.

К доходам, полученным от размещения пенсионных резервов НПФ, относятся доходы от размещения средств пенсионных резервов в ценные бумаги, осуществления инвестиций и других вложений, установленных законодательством о НПФ. Согласно ст. 296 НК РФ, к расходам, связанным с размещением пенсионных резервов НПФ, кроме «стандартных» расходов налогоплательщика по налогу на прибыль (ст. 254–269 НК РФ) относятся:

1) расходы, связанные с размещением пенсионных резервов, включая вознаграждения управляющей компании, депозитария, профессиональных участников рынка ценных бумаг;

2) обязательные расходы, связанные с хранением, поддержанием в рабочем состоянии и оценкой имущества, в которое размещены пенсионные резервы;

3) отчисления, направляемые в состав собственных средств фонда, учитываемые в составе расходов;

4) отчисления на формирование страхового резерва, осуществляемые в соответствии с законодательством РФ о НПФ, но не более 50 % величины резервов покрытия пенсионных обязательств.

Для НПФ существует также льгота по доходам от инвестирования пенсионных накоплений, более существенная в сравнении с льготой по доходам от размещения пенсионных резервов. Так, в соответствии с пп. 31 п. 1

Окончание приложения В

ст. 251 НК РФ при определении налоговой базы по налогу на прибыль не учитываются доходы от инвестирования средств пенсионных накоплений, формируемых в соответствии с законодательством Российской Федерации, полученных организациями, выступающими в качестве страховщиков по обязательному пенсионному страхованию. Таким образом, доход от инвестирования пенсионных накоплений освобождается от обложения налогом на прибыль полностью.

Состав и структура пенсионных резервов НПФ

Таблица П.Г.1. – Состав и структура пенсионных резервов НПФ
(основные виды инструментов)

№ п/п	Наименование актива	Максимальная доля актива в портфеле, %	Комментарий
1	Денежные средства, включая иностранную валюту, депозиты	40	
2	Государственные ценные бумаги РФ	Не ограничена	
3	Облигации российских эмитентов, в том числе: субфедеральные и муниципальные субординированные облигации с ипотечным покрытием иные корпоративные	40 10 5 35	Ограничение по одному эмитенту – не более 15 % стоимости активов пенсионных резервов
4	Облигации иностранных государств	30	
5	Ценные бумаги международных финансовых организаций	30	
6	Облигации иностранных эмитентов	30	
7	Акции российских эмитентов (индекс Мосбиржи) и иностранные депозитарные расписки на них	35	Ограничение по одному эмитенту – не более 10 % капитализации эмитента
8	Акции российских эмитентов (вне индекса Мосбиржи) и иностранные депозитарные расписки на них	35	

Окончание приложение Г

№ п/п	Наименование актива	Максимальная доля актива в портфеле, %	Комментарий
9	Акции иностранных эмитентов, российские и иностранные депозитарные расписки на них	30	Ограничение по одному эмитенту – не более 10 % капитализации эмитента
10	Инвестиционные паи российских ПИФов	10	Ограничение по одному эмитенту – не более 10 % капитализации эмитента
11	Паи (акции, доли) иностранных инвестиционных фондов	30	
12	Клиринговые сертификаты участия	40	
13	Недвижимое имущество на территории РФ и имущественные права	10	
14	Производные финансовые инструменты	10 / 20	Дополнительные условия
15	Доли в уставных капиталах российских ООО	35	Ограничение по одному ООО – не более 5 % активов пенсионных резервов
16	Иные активы		

Источник: таблица составлена автором на основе Указания Банка России от 05.12.2019 г. № 5343-У (ред. от 13.08.2020) «О требованиях по формированию состава и структуры пенсионных резервов» [170]

Состав и структура пенсионных накоплений НПФ

Таблица П.Д.1. – Состав и структура пенсионных накоплений НПФ
(основные виды инструментов)

№ п/п	Наименование актива	Максимальная доля актива в портфеле, %	Комментарий
1	Банковские депозиты	30	
2	Государственные и муниципальные ценные бумаги РФ	40	
3	Облигации с ипотечным покрытием	5	
4	Облигации кредитных организаций	30	
5	Акции кредитных организаций	30	
6	Акции российских эмитентов (индекс Мосбиржи)	40	
7	Акции российских эмитентов (вне индекса Мосбиржи)	5	
8	Инвестиционные паи российских ПИФов	7	Оцениваются в совокупности с другими активами
9	Ипотечные сертификаты участия	7	Оцениваются в совокупности с другими активами
10	Ценные бумаги одного юридического лица	11	
11	Активы, номинированные в иностранной валюте	30	Оценка производится на момент заключения сделки
12	Иные активы		

Источник: таблица составлена автором на основе Положения Банка России от 01.03.2017 № 580-П (ред. от 20.04.2020) «Об установлении дополнительных ограничений на инвестирование средств пенсионных накоплений негосударственного пенсионного фонда, осуществляющего обязательное

Окончание приложения Д

пенсионное страхование, случаев, когда управляющая компания, действуя в качестве доверительного управляющего средствами пенсионных накоплений, вправе заключать договоры репо, требований, направленных на ограничение рисков, при условии соблюдения которых такая управляющая компания вправе заключать договоры, являющиеся производными финансовыми инструментами, дополнительных требований к кредитным организациям, в которых размещаются средства пенсионных накоплений и накопления для жилищного обеспечения военнослужащих...» [168]

Приложение Е

Краткая характеристика льготы на долгосрочное владение ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики

ЛДВ-РИИ была введена в РФ в конце 2015 г. и действует по 31 декабря 2022 г. включительно. Так, в соответствии со ст. 284.2.1. НК РФ налоговая ставка 0 % может быть применена к налоговой базе, определяемой по доходам от операций по реализации или иного выбытия (в том числе погашения) акций, облигаций российских организаций и инвестиционных паев эмитентов высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики. Важно отметить, что ЛДВ-РИИ не распространяется на купоны и дивиденды, а также не подразумевает ограничений по максимальному доходу. Особенности получения инвестором ЛДВ-РИИ представлены в Таблице П.Е.1.

Таблица П.Е.1. – Особенности получения льготы на долгосрочное владение ценными бумагами высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики

Вид сделки / получения дохода по ценной бумаге	Действие льготы при владении ценной бумагой до 1 года	Действие льготы при владении ценной бумагой свыше 1 года
Покупка / продажа	Не действует	Действует
Погашение	Не действует	Действует
Амортизация	Не действует	Действует
Купоны / дивиденды	Не действует	Не действует

Источник: составлено автором

Воспользоваться ЛДВ-РИИ инвестор может при одновременном соблюдении трех условий³⁵:

1. Акции, облигации и инвестиционные паи, обращающиеся на организованном рынке ценных бумаг, должны быть допущены к торгам в

³⁵ Условия сформулированы в соответствии со ст. 284.2.1 НК РФ.

Окончание приложения Е

секторе РИИ. При этом следует отметить, что допуск ценной бумаги к торгам в секторе РИИ не означает возможности получения налоговой льготы по ней, поскольку критерии биржи для отбора эмитентов и критерии для предоставления налоговой льготы в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 22.02.2012 № 156 (ред. от 30.03.2018) «Об утверждении Правил отнесения акций и облигаций российских организаций, а также инвестиционных паев, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики» [181] отличаются.

2. Ценные бумаги должны соответствовать дополнительным критериям в части статуса эмитента и отдельных показателей: капитализации (для акций), выручки эмитента (для облигаций), стоимости чистых активов фонда (для инвестиционных паев)³⁶:

– акции должны быть выпущены российским эмитентом, а капитализация компании в течение первой недели торгов не должна превышать 25 млрд руб.;

– облигации должны быть выпущены российской организацией, а выручка компании без учета НДС от реализации товаров (работ, услуг) не должна превышать 25 млрд руб. за календарный год, предшествующий включению в сектор РИИ;

– стоимость чистых активов паевого инвестиционного фонда на день включения инвестиционных паев в сектор РИИ не должна превышать 10 млрд руб.

3. Инвестор должен непрерывно владеть ценными бумагами более одного года. При этом ценные бумаги должны быть включены в сектор РИИ на момент продажи (погашения).

³⁶ Требования кратко сформулированы в соответствии с Постановлением Правительства РФ от 22.02.2012 № 156 (ред. от 30.03.2018) «Об утверждении Правил отнесения акций и облигаций российских организаций, а также инвестиционных паев, обращающихся на организованном рынке ценных бумаг, к ценным бумагам высокотехнологичного (инновационного) сектора экономики» [181].

Краткая характеристика рынка инноваций и инвестиций Московской биржи

РИИ существует на Московской бирже с 2009 г. Данный биржевой сектор создан для высокотехнологичных компаний Московской биржей совместно с АО «РОСНАНО» на базе существовавшего ранее сектора инновационных и растущих компаний. Основная задача РИИ Московской биржи состоит в содействии привлечению инвестиций, прежде всего – в развитие малого и среднего предпринимательства инновационного сектора российской экономики. В качестве целей РИИ заявлены создание прозрачного механизма привлечения инвестиций в высокотехнологичный сектор экономики России, выстраивание полного цикла финансирования инновационных компаний: от ранней стадии до выхода на биржевой рынок, а также развитие концепции государственно-частного партнерства.

На Московской бирже существует даже специальный индекс ММВБ-инновации (MICEXINNOV), который представляет собой ценовой взвешенный по рыночной капитализации индекс акций российских компаний, допущенных к торгам в секторе РИИ.

Критерии отбора эмитентов для включения в сектор РИИ состоят в настоящее время в следующем:

1. Капитализация эмитента должна составлять не менее 500 млн рублей.

2. В обязательном порядке должен выполняться один из нижеприведенных критериев:

– эмитент осуществляет производство продукции, оказывает услуги, производит и (или) применяет технологии, входящие в перечень приоритетных направлений развития науки, технологий и техники в РФ либо в перечень критических технологий РФ (УП РФ от 07.07.2011 N 899);

– эмитент осуществляет производство продукции, оказывает услуги,

Продолжение приложения Ж

производит и (или) применяет технологии, включенные в реестр инновационных продуктов, технологий и услуг, рекомендуемых к использованию в РФ;

– эмитент осуществляет инвестиции в инновационные и высокотехнологичные компании и проекты наноиндустрии; эмитент получил финансирование и (или) иное содействие со стороны одной из следующих организаций: АО «РОСНАНО», АО «РВК», Фонда «ВЭБ Инновации», Фонда содействия развитию малых форм предприятий в научно-технической сфере, Фонда «Сколково», Российского фонда технологического развития, Фонда Развития Интернет-Инициатив;

– эмитент осуществляет хозяйственную деятельность с применением инновационных технологий и подходов.

Следует также отметить, что для включения в сектор РИИ эмитент должен предоставить бирже инвестиционный меморандум – документ, описывающий основные направления развития бизнеса компании и финансовые показатели. В рамках сектора РИИ для повышения уровня прозрачности эмитентов и снижения рисков инвесторов действует институт так называемых листинговых агентов, оказывающих эмитентам услуги по подготовке комплекта документов для листинга и подписания инвестиционного меморандума.

По состоянию на 11 сентября 2021 г. перечень РИИ выглядит крайне скромно; в него входят всего 17 эмитентов [458], 16 бумаг входят в перечень РИИ для целей получения налоговой льготы, включая 9 акций, 6 облигаций и 1 пай ПИФа [452]. Всего же за всю историю РИИ в список были включены 73 бумаги [393], большая часть которых из перечня уже исключены. Эмитенты сектора РИИ работают в различных секторах, лидерами выступают интернет-технологии, энергетика, биотехнологии и медицинские технологии.

Большинство отечественных авторов, например К.А. Абрамова и

Окончание приложения Ж

М.С. Садовникова [3, с. 13], С.Н. Федотов [154, с. 55], положительно оценивают перспективы развития РИИ.

В плане развития РИИ можно сделать следующие выводы:

– сектор РИИ крайне ограничен, у инвесторов просто нет выбора инвестиционных инструментов, чему способствуют, в частности, жесткие ограничения по включению ценных бумаг в РИИ, в т. ч. и по размеру капитализации;

– в секторе РИИ наблюдается явный дефицит инвестиционных фондов (ПИФов и ETF). При этом многие авторы, например, Р. Нанда и В. Керр [278] отмечают необходимость многоэтапности финансирования инновационных компаний, каковую фонды как раз и могут обеспечить. А С.Н. Федотов [143, с. 54], Е.И. Бирюкова [55, с. 13] отмечают высокую роль коллективных инвесторов в развитии РИИ;

– в секторе РИИ корпоративные облигации представлены очень ограниченно;

– также весьма перспективным представляется развитие рынка IPO инновационных компаний, подробно изложенное в статье автора [27].

Что же касается непосредственных исследований сектора РИИ Московской биржи, то они также представлены достаточно ограниченно. Однако стоит отметить таких авторов, как С.Н. Федотов [153–155], исследующий результативность работы сектора РИИ, Е.И. Бирюкова [55], анализирующая вероятные инвестиционные стратегии в рамках РИИ, а также К.А. Абрамову и М.С. Садовникову [3], И.Р. Зенина [83]. Особое внимание можно уделить статье И. Родионова и А. Меньшиковой [130], посвященной сравнительному анализу сектора РИИ Московской биржи с аналогичными проектами Лондонской и Варшавской бирж, а также фондовой биржи Торонто.

Приложение И

Суммарные налоговые вычеты по ИИС

Таблица П.И.1. – Суммарные налоговые вычеты по ИИС, 2015–2019 гг.,
квартальные данные

Дата	Общая сумма налоговых вычетов, млн руб.			Сумма налоговых вычетов по вложениям в акции, млн руб.	Сумма налоговых вычетов по вложениям в корпоративные облигации, млн руб.
	Тип А	Тип Б	Всего		
31.03.15	28,54	–	28,54	15,7	6,85
30.06.15	50,36	–	50,36	27,7	12,09
30.09.15	78,9	–	78,9	43,39	18,94
31.12.15	171,23	–	171,23	94,17	41,09
31.03.16	118,23	–	118,23	70,94	18,92
30.06.16	157,63	–	157,63	94,58	25,22
30.09.16	177,34	–	177,34	106,4	28,37
31.12.16	407,88	–	407,88	244,73	65,26
31.03.17	322,33	–	322,33	183,73	48,35
30.06.17	369,22	–	369,22	210,46	55,38
30.09.17	467,45	–	467,45	266,45	70,12
31.12.17	666,09	–	666,09	379,67	99,91
31.03.18	585,67	51,48	637,15	324,95	127,43
30.06.18	713,24	62,7	775,94	395,73	155,19
30.09.18	794,16	69,81	863,97	440,62	172,79
31.12.18	968,67	85,15	1053,82	537,45	210,76

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы 5.1 (п. 5.1.1), таблицы 5.4 (п. 5.1.1)

Число инвесторов ИИС

Таблица П.К.1. – Суммы активов ИИС и число инвесторов, заявивших налоговые вычеты по ИИС, 2015–2019 гг.

Отчетный период	Сумма активов ИИС, млн руб.	Сумма активов, по которой заявлены вычеты типа А, млн руб.	Сумма активов, по которым заявлены вычеты типа А, %
2015–2019 гг.	197 326	98 458	49,9

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [403] и ФНС [406–410]

Приложение Л

Структура инвестиций индивидуальных инвесторов в акции

Таблица П.Л.1. – Структура инвестиций индивидуальных инвесторов в акции российских компаний в рамках ИИС по состоянию на 31.12.2019 г.

Эмитент	Вид акций	Удельный вес в Портфеле частного инвестора, %	Суммарные инвестиций граждан в акции эмитента, млн руб.	Отрасль ³⁷	Подотрасль
Газпром	ао	27,1	27807,18	Нефти и газа	Добыча сырой нефти и природного газа
ЛУКОЙЛ	ао	9,9	10158,34	Нефти и газа	Добыча сырой нефти и природного газа
Банк ВТБ	ао	9,5	9747,9	Финансов	Деятельность финансовая и страховая
Магнит	ао	9,1	9337,47	Потребительского сектора	Торговля розничная
Сургут-нефтегаз	ап	8,9	9132,25	Нефти и газа	Добыча сырой нефти и природного газа
Сбербанк России	ао	8,8	9029,64	Финансов	Деятельность финансовая и страховая
Норильский Никель	ао	7,5	7695,71	Металлов и добычи	Добыча металлических руд
Северсталь	ао	6,5	6669,62	Металлов и добычи	Добыча металлических

37 Названия отраслей сформулированы согласно терминологии Московской биржи.

Окончание приложения Л

Эмитент	Вид акций	Удельный вес в Портфеле частного инвестора, %	Суммарные инвестиций граждан в акции эмитента, млн руб.	Отрасль	Подотрасль
					руд
РусГидро	ао	6,5	6669,62	Электроэнергетики	Производство, передача и распределение электроэнергии и
Яндекс	ао	6,4	6567,01	Другое	Другое

Источник: таблица составлена автором на основе состава «Портфеля частного инвестора» (январь 2020 г.) [400] и таблицы П.И.1

Отраслевая структура инвестиций индивидуальных инвесторов в акции

Таблица П.М.1. – Отраслевая структура инвестиций индивидуальных инвесторов в акции российских компаний в рамках ИИС, показатели отраслевой рентабельности и налоговой нагрузки по состоянию на 31.12.2019 г.

Отрасль	Подотрасль	Суммарные инвестиции в отрасль / подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Налоговая нагрузка подотрасли, %
Нефти и газа	Добыча сырой нефти и природного газа	47097,77	13,8	50,9
Финансов	Деятельность финансовая и страховая	18777,54	3,1	17,9
Металлов и добычи	Добыча металлических руд	14365,33	22,3	11,4
Потребительского сектора	Торговля розничная	9337,47	6,9	3,7
Электроэнергетики	Производство, передача и распределение электроэнергии	6669,62	5,9	8,3

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы П.Р.1 и данных ФНС [186].

Рентабельность активов по ОКВЭД

Таблица П.Н.1. – Рентабельность активов организаций по видам экономической деятельности в 2019 г.

Вид экономической деятельности (согласно ОКВЭД-2)	Рентабельность активов, %
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство и рыбоводство	5,5
Растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	3,4
Лесоводство и лесозаготовки	4,3
Рыболовство и рыбоводство	22,7
Добыча полезных ископаемых	12,6
Добыча угля	5,5
Добыча сырой нефти и природного газа	13,8
Добыча металлических руд	22,3
Добыча прочих полезных ископаемых	9,8
Обрабатывающие производства	7,3
Производство пищевых продуктов	8,3
Производство напитков	7,1
Производство табачных изделий	9,5
Производство текстильных изделий	4,7
Производство одежды	6,7
Производство кожи и изделий из кожи	1,2
Обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	5,1
Производство бумаги и бумажных изделий	13,5
Деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	11,5
Производство кокса и нефтепродуктов	5
Производство химических веществ и химических продуктов	12,1
Производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	9,5
Производство резиновых и пластмассовых изделий	8,5
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	6,2
Производство металлургическое	16,3
Производство готовых металлических изделий, кроме машин и	3,9

Продолжение приложения Н

Вид экономической деятельности (согласно ОКВЭД-2)	Рентабельность активов, %
оборудования	
Производство машин и оборудования, не включенных в другие группировки	3,8
Производство компьютеров, электронных и оптических изделий	6,4
Производство электрического оборудования	6,4
Производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	5,5
Производство прочих транспортных средств и оборудования	1,6
Производство прочих готовых изделий	отр.
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха	4,9
Производство, передача и распределение электроэнергии	5,9
Производство и распределение газообразного топлива	2,2
Производство, передача и распределение пара и горячей воды; кондиционирование воздуха	0,1
Водоснабжение; водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность по ликвидации загрязнений	2,7
Строительство	1,5
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов	7,4
Торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	4
Торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	7,8
Торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	6,9
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания	2,3
транспортировка и хранение	5,1
Деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские перевозки	3,5
Деятельность железнодорожного транспорта: грузовые перевозки	2,6
Деятельность прочего сухопутного пассажирского транспорта	отр.
Деятельность автомобильного грузового транспорта и услуги по перевозкам	1,7
Деятельность трубопроводного транспорта	4,8
Деятельность водного транспорта	1,7
Деятельность воздушного и космического транспорта	4,1

Окончание приложения Н

Вид экономической деятельности (согласно ОКВЭД-2)	Рентабельность активов, %
Деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	1,2
Деятельность в области информации и связи	8,1
Деятельность финансовая и страховая	3,1
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	3,3
Научные исследования и разработки	2,5
Государственное управление и обеспечение военной безопасности; социальное обеспечение	2,1
Образование	3,2
Деятельность в области здравоохранения и социальных услуг	6,7
Деятельность в области культуры, спорта, организации досуга и развлечений	7,1

Источник: выдержка из Приказа ФНС России от 30.05.2007 N ММ-3-06/333@ (ред. от 10.05.2012) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок» [186]

Приложение П

Прирост по налогу на прибыль подотраслей (инструмент – акции)

Таблица П.П.1. – Рентабельность активов и прирост по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г. (инструмент – акции)

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в отрасль / подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Добыча сырой нефти и природного газа	47097,77	13,8	6499,49	1299,9
Деятельность финансовая и страховая	18777,54	3,1	582,1	116,42
Добыча металлических руд	14365,33	22,3	3203,47	640,69
Торговля розничная	9337,47	6,9	644,29	128,86
Производство, передача и распределение электроэнергии	6669,62	5,9	393,51	78,7
Итого	96247,73		11322,86	2264,57

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы П.М.1

Приложение Р

Прирост налоговых платежей эмитентов акций (РСБУ)

Таблица П.Р.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов акций по итогам 2019 г. по РСБУ

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Газпром	15916,36	0,17	4758,71	8,31	50,9	4,23
ЛУКОЙЛ	2209,17	0,46	444,47	2,04	50,9	1,04
Банк ВТБ	13815,24	0,07	1005,41	0,71	17,9	0,13
Магнит	206,53	4,52	0,67	0,03	3,7	0,001
Сургутнефтегаз	4553,69	0,2	1555,62	3,12	50,9	1,59
Сбербанк России	27584,1	0,03	2245,12	0,73	17,9	0,13
Норильский Никель	1282,7	0,6	878,14	5,27	11,4	0,6
Северсталь	497,07	1,34	457,59	6,14	11,4	0,7
РусГидро	1064,19	0,63	155,18	0,97	8,3	0,08
Итого				27,33		8,5

Источник: таблица составлена автором на основе отчетности эмитентов по итогам 2019 г. [355, 364, 365, 373–376, 439, 457]

Приложение С

Прирост налоговых платежей эмитентов акций (МСФО)

Таблица П.С.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов
(консолидированных групп налогоплательщиков) по итогам 2019 г. по МСФО

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Газпром	21882,35	0,13	7659,62	9,73	50,9	4,95
ЛУКОЙЛ	5947,05	0,17	7841,25	13,39	50,9	6,82
Банк ВТБ	15516,1	0,06	1039,8	0,65	17,9	0,12
Магнит	948,69	0,98	1368,71	13,47	3,7	0,50
Сургутнефтегаз	5267,9	0,17	1814,82	3,15	50,9	1,6
Сбербанк России	29958,9	0,03	2396	0,72	17,9	0,13
Норильский Никель	1205,55	0,64	839,63	5,36	11,4	0,61
Северсталь	509,01	1,31	527,75	6,92	11,4	0,79
РусГидро	925,12	0,72	366,64	2,64	8,3	0,22
Итого				56,04		15,74

Источник: таблица составлена автором на основе отчетности эмитентов по итогам 2019 г. [362, 369, 384, 395, 396, 398, 399, 426, 440].

Налоговая нагрузка по ОКВЭД

Таблица П.Т.1. – Налоговая нагрузка по видам экономической деятельности в 2019 г.

Вид экономической деятельности (согласно ОКВЭД-2)	Налоговая нагрузка, %
Сельское, лесное хозяйство, охота, рыболовство, рыбоводство – всего	4,5
растениеводство и животноводство, охота и предоставление соответствующих услуг в этих областях	3,4
лесоводство и лесозаготовки	8,7
рыболовство, рыбоводство	10,1
Добыча полезных ископаемых – всего	41,4
добыча топливно-энергетических полезных ископаемых – всего	50,9
добыча полезных ископаемых, кроме топливно-энергетических	11,4
Обрабатывающие производства – всего	7,6
производство пищевых продуктов, напитков, табачных изделий	20,9
производство текстильных изделий, одежды	8
производство кожи и изделий из кожи	10
обработка древесины и производство изделий из дерева и пробки, кроме мебели, производство изделий из соломки и материалов для плетения	1,6
производство бумаги и бумажных изделий	4,8
деятельность полиграфическая и копирование носителей информации	8,9
производство кокса и нефтепродуктов	4,2
производство химических веществ и химических продуктов	3
производство лекарственных средств и материалов, применяемых в медицинских целях	6,9
производство резиновых и пластмассовых изделий	6,9
производство прочей неметаллической минеральной продукции	9,3
производство металлургическое и производство готовых металлических изделий, кроме машин и оборудования	4
производство машин и оборудования, не включенные в другие группировки	9,9
производство компьютеров, электронных и оптических изделий	11,7
производство электрического оборудования	7,5

Окончание приложения Т

Вид экономической деятельности (согласно ОКВЭД-2)	Налоговая нагрузка, %
производство прочих транспортных средств и оборудования	6,5
производство автотранспортных средств, прицепов и полуприцепов	5,8
Обеспечение электрической энергией, газом и паром; кондиционирование воздуха – всего	7,1
производство, передача и распределение электроэнергии	8,3
производство и распределение газообразного топлива	1,3
производство, передача и распределение пара и горячей воды; кондиционирование воздуха	7,1
Водоснабжение, водоотведение, организация сбора и утилизации отходов, деятельность и ликвидация загрязнений – всего	9,9
Строительство	11,9
Торговля оптовая и розничная; ремонт автотранспортных средств и мотоциклов – всего	2,8
торговля оптовая и розничная автотранспортными средствами и мотоциклами и их ремонт	2,9
торговля оптовая, кроме оптовой торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	2,5
торговля розничная, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами	3,7
Деятельность гостиниц и предприятий общественного питания – всего	10,5
Транспортировка и хранение – всего	6,4
деятельность железнодорожного транспорта: междугородные и международные пассажирские и грузовые перевозки	7,3
деятельность трубопроводного транспорта	6,1
деятельность водного транспорта	8,3
деятельность почтовой связи и курьерская деятельность	15,9
Деятельность в области информации и связи – всего	17,2
Деятельность по операциям с недвижимым имуществом	25
Деятельность административная и сопутствующие дополнительные услуги	17,9

Источник: выдержка из Приказа ФНС России от 30.05.2007 N ММ-3-06/333@ (ред. от 10.05.2012) «Об утверждении Концепции системы планирования выездных налоговых проверок» [186]

Отраслевая структура индекса RUCBITR

Таблица П.У.1. – Отраслевая структура индекса корпоративных облигаций Мосбиржи RUCBITR по состоянию на 31.12.2019 г.

Отрасль	Число облигаций / число эмитентов отрасли	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Подотрасль	Число облигаций / число эмитентов подотрасли	Удельный вес эмитентов подотрасли в индексе, %
Финансов	51/14	36,64	Деятельность финансовая и страховая	51/14	36,64
Нефти и газа	29/6	26,00	Добыча сырой нефти и природного газа	21/5	18,80
			Деятельность трубопроводного транспорта	8/1	7,20
Транспорта	19/6	9,47	Деятельность жд транспорта (пассажирские перевозки)	12/2	7,59
			Деятельность жд транспорта (грузовые перевозки)	1/1	0,32
			Транспортировка и хранение	2/1	0,53
			Производство прочих транспортных средств	2/1	0,52
			Производство	2/1	0,51

Продолжение приложения У

Отрасль	Число облигаций / число эмитентов отрасли	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Подотрасль	Число облигаций / число эмитентов подотрасли	Удельный вес эмитентов подотрасли в индексе, %
			автотранспортных средств		
Телекоммуникаций	13/3	8,30	Деятельность в области информации связи	13/3	8,30
Металлов и добычи	12/5	5,12	Добыча металлических руд	6/2	1,88
			Производство металлургическое	6/3	3,24
Потребительского сектора	10/7	3,18	Животноводство	1/1	0,26
			Производство напитков	2/1	0,52
			Производство автотранспортных средств	1/1	0,16
			Торговля розничная	5/3	2,08
			Торговля автотранспортными средствами	1/1	0,16
Строительства	9/6	2,89	Строительство	7/5	2,43
			Производство	2/1	0,46
Химии и нефтехимии	4/3	2,67	Производство химических веществ и	4/3	2,67

Окончание приложения У

Отрасль	Число облигаций / число эмитентов отрасли	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Подотрасль	Число облигаций / число эмитентов подотрасли	Удельный вес эмитентов подотрасли в индексе, %
			химических продуктов		
Электро-энергетики	5/2	2,30	Обеспечение электроэнергией	2/1	0,94
			Производство, передача и продажа электроэнергии	3/1	1,36
Другое	7/2	3,44	Деятельность финансовая и страховая	7/2	3,44
Итого	159/54	100,00		159/54	100,00

Источник: таблица составлена автором на основе данных Московской биржи [387]

**Структура инвестиций индивидуальных инвесторов в корпоративные
облигации**

Таблица П.Ф.1. – Структура инвестиций индивидуальных инвесторов в корпоративные облигации российских компаний в рамках ИИС по состоянию на 31.12.2019 г.

Отрасль	Подотрасль	Число облигаций / число эмитентов подотрасли	Удельный вес эмитентов подотрасли в индексе, %
Финансов	Деятельность финансовая и страховая	51/14	36,64
Нефти и газа	Добыча сырой нефти и природного газа	21/5	18,80
	Деятельность трубопроводного транспорта	8/1	7,20
Транспорта	Деятельность жд транспорта (пассажирские перевозки)	12/2	7,59
	Деятельность жд транспорта (грузовые перевозки)	1/1	0,32
	Транспортировка и хранение	2/1	0,53
	Производство прочих транспортных средств	2/1	0,52
	Производство автотранспортных средств	2/1	0,51
Телекоммуникаций	Деятельность в области информации связи	13/3	8,30
Металлов и	Добыча металлических	6/2	1,88

Окончание приложения Ф

Отрасль	Подотрасль	Число облигаций / число эмитентов подотрасли	Удельный вес эмитентов подотрасли в индексе, %
добычи	руд		
	Производство металлургическое	6/3	3,24
Потребительского сектора	Животноводство	1/1	0,26
	производство напитков	2/1	0,52
	Производство автотранспортных средств	1/1	0,16
	Торговля розничная	5/3	2,08
	Торговля автотранспортными средствами	1/1	0,16
Строительства	Строительство	7/5	2,43
	Производство прочей неметаллической минеральной продукции	2/1	0,46
Химии и нефтехимии	Производство химических веществ и химических продуктов	4/3	2,67
Электроэнергетики	Обеспечение электроэнергией	2/1	0,94
	Производство, передача и продажа электроэнергии	3/1	1,36
Другое	Деятельность финансовая и страховая	7/2	3,44
Итого		159/54	100,00

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблицы П.У.1

Приложение X

Прирост по налогу на прибыль подотраслей (инструмент – корпоративные облигации)

Таблица П.Х.1. – Рентабельность активов и прирост по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г. (инструмент – корпоративные облигации, ИИС)

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Деятельность финансовая и страховая	17352,06	3,1	537,91	107,58
Добыча сырой нефти и природного газа	8903,35	13,8	1228,66	245,73
Деятельность трубопроводного транспорта	3409,79	4,8	163,67	32,73
Деятельность жд транспорта (пассажирские перевозки)	3594,49	3,5	125,81	25,16
Деятельность жд транспорта (грузовые перевозки)	151,55	2,6	3,94	0,79
Транспортировка и хранение	251	5,1	12,8	2,56
Производство прочих транспортных средств	246,26	1,6	3,94	0,79
Производство автотранспортных средств	241,53	5,5	13,28	2,66

Продолжение приложения X

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Деятельность в области информации и связи	3930,73	8,1	318,39	63,68
Добыча металлических руд	890,33	22,3	198,54	39,71
Производство металлургическое	1534,41	16,3	250,11	50,02
Животноводство	123,13	3,4	4,19	0,84
Производство напитков	246,26	7,1	17,48	3,5
Производство автотранспортных средств	75,77	5,5	4,17	0,83
Торговля розничная	985,05	6,9	67,97	13,59
Торговля автотранспортным и средствами	75,77	4,0	3,03	0,61
Строительство	1150,81	1,5	17,26	3,45
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	217,85	6,2	13,51	2,7
Производство химических веществ и химических продуктов	1264,47	12,1	153	30,6

Окончание приложения X

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Обеспечение электроэнергией	445,17	4,9	21,81	4,36
Производство, передача и продажа электроэнергии	644,07	5,9	38	7,6
Деятельность финансовая и страховая (другое)	1629,12	3,1	50,5	10,1
Итого	47362,97		3247,98	649,6

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблиц П.И.1, П.Н.1

Приложение Ц

**Сводные таблицы прироста налоговых платежей эмитентов
корпоративных облигаций
(по итогам 2019 г. по РСБУ по отраслям)**

Таблица П.Ц.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов
корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль финансов)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Россельхозбанк	3217,93	0,06	250,88	0,149	17,9	0,0267
Государственная транспортная лизинговая компания	661,07	0,22	162,62	0,363	17,9	0,0651
Промсвязьбанк	1939,82	0,02	125,81	0,022	17,9	0,0040
Сбербанк России	27584,1	0,03	2245,12	0,585	17,9	0,1047
Тинькофф Банк	554,6	0,07	91,97	0,062	17,9	0,0111
Газпромбанк	5325,77	0,04	401,08	0,165	17,9	0,0296
ВБРР	655,81	0,02	45,33	0,009	17,9	0,0015
Альфа-Банк	3635,4	0,04	252,39	0,091	17,9	0,0164
Банк ВТБ	13815,24	0,004	1005,41	0,036	17,9	0,0064
ЛК Европлан	126,08	0,12	29,14	0,034	17,9	0,0061

Продолжение приложения Ц

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
РН Банк	107,58	0,18	13,04	0,024	17,9	0,0043
Совкомбанк	1154,96	0,02	94,29	0,020	17,9	0,0035
ДОМ.РФ	430,73	0,14	32,98	0,046	17,9	0,0082
РЕСО-Лизинг	70,47	0,46	14,35	0,067	17,9	0,0119
Итого	60279,54		4764,4	1,673		0,2995

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [316, 330, 333, 338–341, 358, 359, 363, 366, 367, 374, 376, 420, 421]

Таблица П.Ц.2. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль нефти и газа)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Газпром нефть	1794,26	0,10	1809,83	1,877	50,9	0,9556
Роснефть	12323,5	0,04	6827,53	2,571	50,9	1,3088
Башнефть	632,95	0,02	703,15	0,137	50,9	0,0696
Газпром капитал	1285,3	0,12	0	0,000	50,9	0,0000
Газпром	15916,3 6	0,005	4758,71	0,232	50,9	0,1182

Продолжение приложения Ц

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Транснефть	1067,19	0,320	960,81	3,070	6,1	0,1873
Итого	33019,56		15060,03	7,888		2,6394

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [334, 351, 356, 397, 426, 427]

Продолжение приложения Ц

Таблица П.Ц.3. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов
корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль транспорта)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
РЖД	6643,33	0,04	1848,12	0,809	7,3	0,0591
Федеральная пассажирская компания	310,75	0,22	236,87	0,523	7,3	0,0382
Трансконтейнер	78,15	0,19	84,61	0,164	7,3	0,0120
Первый контейнерный терминал	35,20	0,71	7,02	0,050	6,4	0,0032
Трансмашхолдинг	88,44	0,28	59,09	0,165	6,5	0,0107
КАМАЗ	186,37	0,13	160,82	0,208	5,8	0,0121
Итого	7342,23		2396,53	1,919		0,1352

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [321, 331, 332, 335, 354, 443]

Продолжение приложения Ц

Таблица П.Ц.4. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль телекоммуникаций)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Ростелеком	663,05	0,13	319,73	0,425	17,2	0,0731
МТС	791,23	0,20	342,12	0,680	17,2	0,1169
МегаФон	643,63	0,23	312,30	0,717	17,2	0,1233
Итого	2097,91		974,15	1,822		0,3133

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [337, 357, 432]

Таблица П.Ц.5. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль металлов и добычи)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Металлоинвест	162,23	0,31	72,14	0,225	11,4	0,0257
Полюс	886,87	0,04	0,00	0,000	11,4	0,0000
ЕвразХолдинг	54,10	1,65	0,00	0,000	4,0	0,0000

Продолжение приложения Ц

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Финанс						
Челябинский трубопрокатный завод	121,20	0,31	139,23	0,435	4,0	0,0174
Северсталь	497,07	0,05	457,59	0,240	4,0	0,0096
Итого	1721,46		668,96	0,900		0,0527

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [324, 355, 360, 411, 449]

Таблица П.Ц.6. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль потребительского сектора)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Мираторг Финанс	10,30	1,20	0,0001	0,000	3,4	0,0000
Белуга Групп	33,8	0,73	0,05	0,0003	20,9	0,0001
СОЛЛЕРС ФИНАНС	7,68	0,99	5,42	0,05	5,8	0

Продолжение приложения Ц

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
ИКС 5 ФИНАНС	74,06	0,33	0,00	0,000	3,7	0,0000
Магнит	206,53	0,24	0,67	0,002	3,7	0,0001
Лента	277,83	0,09	445,02	0,402	3,7	0,0149
РОЛЬФ	46,94	0,16	162,30	0,262	2,9	0,0076
Итого	657,15		613,45	0,719		0,0257

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [365, 370, 371, 413, 415, 417, 424]

Таблица П.Ц.7. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль строительства)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
АВТО-БАН-Финанс	11,60	1,27	1,08	0,014	11,9	0,0016
ГК ПИК	201,59	0,31	24,57	0,0760	11,9	0,0091
Эталон ЛенСпец-СМУ	120,78	0,10	17,18	0,018	11,9	0,0021
Лидер-Инвест	27,59	0,46	1,30	0,006	11,9	0,0007
Сэтл Групп	16,34	0,78	0,33	0,003	11,9	0,0003

Продолжение приложения Ц

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Группа ЛСР	112,25	0,19	15,42	0,030	9,3	0,0028
Итого	490,15		59,88	0,146		0,0166

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [326–329, 352, 372]

Таблица П.Ц.8. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль химии и нефтехимии)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
СИБУР Холдинг	879,56	0,03	462,95	0,132	3,0	0,0040
Уралкалий	809,96	0,08	170,41	0,129	3,0	0,0039
Нижнекамскнефтехим	215,79	0,19	174,09	0,325	3,0	0,0097
Итого	1905,29		807,45	0,585		0,0176

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [436, 441, 445]

Продолжение приложения Ц

Таблица П.Ц.9. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (отрасль электроэнергетики)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
МОЭК	244,08	0,18	146,64	0,267	7,1	0,0190
ФСК ЕЭС	1532,32	0,04	242,70	0,102	8,3	0,0085
Итого	1776,41		389,34	0,369		0,0275

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [368, 422, 434]

Таблица П.Ц.10. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (прочие отрасли)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
АФК Система	442,90	0,34	44,95	0,154	17,9	0,0276
Роснано	149,82	0,07	10,24	0,007	17,9	0,0013
Итого	592,73		55,19	0,162		0,0289

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по РСБУ за 2019 г. [353, 423]

Приложение Ш

**Сводные таблицы прироста налоговых платежей эмитентов
корпоративных облигаций (КГЭ)
(консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту
корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО по отраслям)**

Таблица П.Ш.1. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль финансов)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Россельхозбанк	3215,75	0,06	248,53	0,148	17,9	0,0265
Государственная транспортная лизинговая компания	770,05	0,19	60,67	0,116	17,9	0,0208
Промсвязьбанк	2162,13	0,02	124,44	0,020	17,9	0,0036
Сбербанк России	29958,90	0,02	2396,00	0,575	17,9	0,1029
Тинькофф Банк	569,60	0,07	109,07	0,072	17,9	0,0128
Газпромбанк	6582,20	0,04	409,46	0,162	17,9	0,0291
ВБРР	746,41	0,02	52,98	0,009	17,9	0,0016
Альфа-	3749,64	0,04	268,87	0,094	17,9	0,0169

Продолжение приложения Ш

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Банк						
Банк ВТБ	15516,10	0,003	1039,80	0,033	17,9	0,0059
ЛК Европлан	79,42	0,18	12,57	0,023	17,9	0,0042
РН Банк	107,26	0,19	12,69	0,024	17,9	0,0042
Совкомбанк	1135,19	0,02	102,12	0,022	17,9	0,0039
ДОМ.РФ	1044,30	0,06	65,72	0,038	17,9	0,0067
РЕСО-Лизинг	53,95	0,61	9,44	0,057	17,9	0,0102
Итого	65690,91		4912,36	1,392		0,2493

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [315, 317, 318, 342–344, 350, 362, 378, 394, 398, 416, 428, 438]

Таблица П.Ш.2. – Показатели прироста налоговых платежей

консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту

корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль нефти и газа)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Газпром нефть	0,00	0,00	0,00	0,000	50,9	0,0000
Роснефть	12950,00	0,04	8676,00	3,109	50,9	1,5827

Продолжение приложения Ш

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Башнефть	811,32	0,02	854,62	0,130	50,9	0,0660
Газпром капитал	0,00	0,00	0,00	0,000	50,9	0,0000
Газпром	21882,35	0,02	7659,62	1,449	50,9	0,7375
Транснефть	3329,50	0,10	1063,83	1,089	6,1	0,0665
Итого	38973,17		18254,08	5,777		2,4526

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [336, 377, 426, 444, 457]

Таблица П.Ш.3. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль транспорта)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
РЖД	5164,01	0,06	2507,52	1,412	7,3	0,1031
Федеральная пассажирская компания	284,48	0,24	237,39	0,573	7,3	0,0418
Трансконтейнер	84,36	0,18	86,18	0,155	7,3	0,0113

Продолжение приложения Ш

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Первый контейнерный терминал	18,13	1,38	8,77	0,121	6,4	0,0078
Трансмашхолдинг	207,82	0,12	285,84	0,339	6,5	0,0220
КАМАЗ	206,04	0,12	190,42	0,223	5,8	0,0129
Итого	5964,84		3316,12	2,823		0,1989

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [320, 345, 346, 348, 380, 448]

Таблица П.Ш.4. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль телекоммуникаций)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Ростелеком	728,28	0,12	337,42	0,408	17,2	0,0702
МТС	823,91	0,19	476,11	0,909	17,2	0,1563
МегаФон	693,16	0,21	348,96	0,744	17,2	0,1279
Итого	2245,34		1162,49	2,061		0,3544

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [349, 431, 433]

Продолжение приложения Ш

Таблица П.Ш.5. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль металлов и добычи)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Металлоинвест	521,61	0,10	430,89	0,419	11,4	0,0477
Полюс	515,48	0,07	257,76	0,192	11,4	0,0219
ЕвразХолдинг Финанс	54,06	1,66	4,51	0,075	4,0	0,0030
Челябинский трубопрокатный завод	148,10	0,26	192,28	0,492	4,0	0,0197
Северсталь	509,01	0,05	527,75	0,270	4,0	0,0108
Итого	1748,25		1413,19	1,447		0,1031

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [325, 412, 437, 440, 450]

Продолжение приложения Ш

Таблица П.Ш.6. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль потребительского сектора)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
Мираторг Финанс	0,00	0,00	0,00	0,000	3,4	0,0000
Белуга Групп	57,43	0,43	53,07	0,228	20,9	0,0476
СОЛЛЕРС ФИНАНС	4021,27	0,002	3580,56	0,067	5,8	0,0039
ИКС 5 ФИНАНС	73,86	0,33	5,56	0,019	3,7	0,0007
Магнит	948,69	0,05	1368,71	0,704	3,7	0,0260
Лента	324,70	0,08	417,50	0,323	3,7	0,0119
РОЛЬФ	55,17	0,14	195,08	0,268	2,9	0,0078
Итого	5481,12		5620,48	1,608		0,0979

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [347, 383, 385, 396, 414, 425]

Продолжение приложения Ш

Таблица П.Ш.7. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль строительства)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
АВТОБА Н-Финанс	100,03	0,15	70,26	0,103	11,9	0,0123
ГК ПИК	472,00	0,13	280,64	0,372	11,9	0,0442
Эталон ЛенСпец-СМУ	97,06	0,13	52,43	0,067	11,9	0,0079
Лидер-Инвест	28,84	0,44	13,06	0,058	11,9	0,0069
Сэтл Групп	149,83	0,09	98,09	0,084	11,9	0,0100
Группа ЛСР	264,84	0,08	110,44	0,091	9,3	0,0084
Итого	1112,61		624,91	0,774		0,0897

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [319, 323, 379, 381, 429, 430]

Продолжение приложения Ш

Таблица П.Ш.8. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль химии и нефтехимии)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
СИБУР Холдинг	1462,02	0,02	531,31	0,091	3,0	0,0027
Уралкалий	569,68	0,11	180,24	0,193	3,0	0,0058
Нижнекамскнефтехим	215,30	0,19	178,99	0,335	3,0	0,0100
Итого	2246,99		890,53	0,619		0,0186

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [382, 442, 446]

Продолжение приложения Ш

Таблица П.Ш.9. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (отрасль электроэнергетики)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
МОЭК	265,13	0,17	159,38	0,268	7,1	0,0190
ФСК ЕЭС	1290,34	0,05	249,61	0,125	8,3	0,0103
Итого	1555,47		408,99	0,392		0,0293

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [435, 447]

Таблица П.Ш.10. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (прочие отрасли)

Наименование эмитента	Активы эмитента, млрд руб.	Доля средств инвесторов (ИИС) в активах, %	Выручка, млрд руб.	Прирост выручки за счет средств ИИС, млрд руб.	Налоговая нагрузка подотрасли, %	Прирост по налоговым платежам, млрд руб.
АФК Система	1263,53	0,12	656,86	0,790	17,9	0,1415
Роснано	167,68	0,06	1,51	0,001	17,9	0,0002
Итого	1431,20		658,37	0,791		0,1416

Источник: таблица составлена автором на основе данных бухгалтерской отчетности эмитентов по МСФО за 2019 г. [322, 361]

Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций

Таблица П.Ц.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (группировка по отраслям, ИИС)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	0,2995	8,42
Нефти и газа	26,00	2,6394	74,22
Транспорта	9,47	0,1352	3,80
Телекоммуникаций	8,30	0,3133	8,81
Металлов и добычи	5,12	0,0527	1,48
Потребительского сектора	3,18	0,0257	0,72
Строительства	2,89	0,0166	0,47
Химии и нефтехимии	2,67	0,0176	0,49
Электроэнергетики	2,30	0,0275	0,77
Другое	3,44	0,0289	0,81
Итого	100,00	3,5564	100,00

Источник: таблица составлена автором на основе таблиц П.Ц.1– П.Ц.10

Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций (КГЭ)

Таблица П.Э.1. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (группировка по отраслям, ИИС)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	0,2493	6,67
Нефти и газа	26,00	2,4526	65,66
Транспорта	9,47	0,1989	5,33
Телекоммуникаций	8,30	0,3544	9,49
Металлов и добычи	5,12	0,1031	2,76
Потребительского сектора	3,18	0,0979	2,62
Строительства	2,89	0,0897	2,40
Химии и нефтехимии	2,67	0,0186	0,50
Электроэнергетики	2,30	0,0293	0,79
Другое	3,44	0,1416	3,79
Итого	100,00	3,7355	100,00

Источник: таблица составлена автором на основе таблиц П.Ш.1– П.Ш.10

Объем пенсионных средств НПФ и ПФР

Объем пенсионных средств НПФ и ПФР, трлн рублей

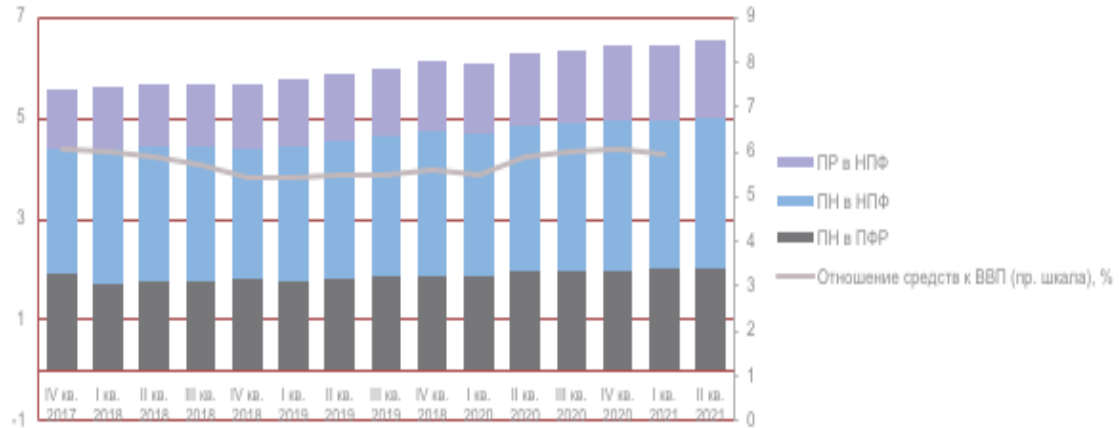


Рисунок П.Ю.1 – Объем пенсионных средств НПФ и ПФР в 2017–2021 гг., трлн руб.

Источник: рисунок заимствован из данных Банка России [418]

Доходность инвестирования пенсионных средств



Рисунок П.Я.1 – Доходность инвестирования пенсионных средств в 2017–2021 гг., %

Источник: рисунок заимствован из данных Банка России [418]

Структура пенсионных резервов НПФ

Таблица П.1.1. – Структура пенсионных резервов НПФ в 2019–2021 гг.

Инвестиционный портфель пенсионных резервов НПФ в т.ч.	IV кв. 2019	I кв. 2020	II кв. 2020	III кв. 2020	IV кв. 2020	I кв. 2021	II кв. 2021
Облигации	43,9%	45,9%	47,0%	47,0%	47,1%	46,1%	47,8%
Государственные ценные бумаги РФ	12,9%	11,3%	11,4%	12,1%	14,0%	16,5%	16,7%
Инвестиционные паи ПИФ	17,0%	16,7%	16,1%	15,6%	14,7%	14,2%	13,8%
Акции	11,3%	11,1%	10,8%	10,8%	11,0%	10,1%	9,9%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	3,5%	3,6%	3,7%	3,8%	4,5%	4,8%	5,2%
Денежные средства	6,9%	6,2%	6,0%	5,7%	5,1%	3,7%	3,1%
Требования за вычетом обязательств по сделкам репо	2,5%	3,0%	2,6%	2,7%	1,4%	2,3%	1,6%
Ипотечные ценные бумаги	1,3%	1,2%	1,1%	1,1%	1,3%	1,5%	1,2%
Иностранные ценные бумаги	0,7%	0,6%	0,8%	0,8%	0,7%	0,6%	0,5%
Прочие активы и обязательства	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0,1%
Муниципальные ценные бумаги	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%
Недвижимость	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%	0,1%

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]



Рисунок П.1.1 – Структура пенсионных резервов НПФ в 2019–2021 гг.

Источник: рисунок заимствован из данных Банка России [418]

Структура пенсионных накоплений НПФ

Таблица П.2.1. – Структура пенсионных накоплений НПФ в 2019–2021 гг.

Инвестиционный портфель пенсионных накоплений НПФ в т.ч.	IV кв. 2019	I кв. 2020	II кв. 2020	III кв. 2020	IV кв. 2020	I кв. 2021	II кв. 2021
Облигации	51,4%	51,8%	54,0%	53,9%	52,9%	52,2%	51,4%
Государственные ценные бумаги РФ	29,9%	29,9%	29,1%	29,5%	30,9%	32,4%	32,7%
Акции	6,2%	5,4%	5,5%	5,5%	6,2%	6,1%	6,0%
Требования за вычетом обязательств по сделкам репо	4,8%	5,9%	4,5%	4,5%	2,7%	2,9%	3,1%
Государственные ценные бумаги субъектов РФ	1,7%	1,7%	1,7%	1,9%	2,3%	2,3%	2,9%
Денежные средства	5,0%	4,4%	3,9%	3,4%	3,5%	2,9%	2,4%
Ипотечные ценные бумаги	1,2%	0,9%	1,1%	1,1%	1,2%	1,1%	0,9%
Иностранные ценные бумаги	0,1%	0,1%	0,3%	0,5%	0,5%	0,4%	0,4%
Прочие активы и обязательства	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0,0%
Муниципальные ценные бумаги	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Источник: таблица составлена автором на основе данных Банка России [418]



Рисунок П.2.1 – Структура пенсионных накоплений НПФ в 2019–2021 гг.

Источник: рисунок заимствован из данных Банка России [418]

Приложение 3

**Прирост по налогу на прибыль подотраслей (пенсионные резервы НПФ,
инструмент – корпоративные облигации)**

Таблица П.3.1. – Рентабельность активов и прирост по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г. (пенсионные резервы НПФ, инструмент – корпоративные облигации)

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Деятельность финансовая и страховая	226797,94	3,1	4309,16	861,83
Добыча сырой нефти и природного газа	116370,12	13,8	23739,50	4747,90
Деятельность трубопроводного транспорта	44567,28	4,8	1782,69	356,54
Деятельность жд транспорта (пассажирские перевозки)	46981,34	3,5	516,79	103,36
Деятельность жд транспорта (грузовые перевозки)	1980,77	2,6	400,12	80,02
Транспортировка и хранение	3280,65	5,1	134,51	26,9
Производство прочих транспортных средств	3218,75	1,6	64,37	12,87
Производство				

Продолжение приложения 3

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
автотранспортных средств	3156,85	5,5	88,39	17,68
Деятельность в области информации и связи	51376,17	8,1	3801,84	760,37
Добыча металлических руд	11637,01	22,3	2048,11	409,62
Производство металлургическое	20055,28	16,3	2667,35	533,47
Животноводство	1609,37	3,4	93,34	18,67
Производство напитков	3218,75	7,1	228,53	45,71
Производство автотранспортных средств	990,38	5,5	27,73	5,55
Торговля розничная	12874,99	6,9	463,5	92,7
Торговля автотранспортными средствами	990,38	4,0	89,13	17,83
Строительство	15041,46	1,5	255,7	51,14
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	2847,35	6,2	128,13	25,63
Производство химических веществ и химических	16527,03	12,1	1008,15	201,63

Окончание приложения 3

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
продуктов				
Обеспечение электроэнергией	5818,51	4,9	244,38	48,88
Производство, передача и продажа электроэнергии	8418,26	5,9	420,91	84,18
Деятельность финансовая и страховая (другое)	21293,26	3,1	404,57	80,91
Итого	618990		42916,93	8583,39

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблиц П.И.1, П.Н.1

**Прирост по налогу на прибыль подотраслей (пенсионные накопления
НПФ, инструмент – корпоративные облигации)**

Таблица П.4.1. – Рентабельность активов и прирост по налогу на прибыль подотраслей по итогам 2019 г. (пенсионные накопления НПФ, инструмент – корпоративные облигации)

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Деятельность финансовая и страховая	536230,10	3,1	10188,37	2037,67
Добыча сырой нефти и природного газа	275139,90	13,8	56128,54	11225,71
Деятельность трубопроводного транспорта	105372,73	4,8	4214,91	842,98
Деятельность жд транспорта (пассажирские перевозки)	111080,42	3,5	1221,88	244,38
Деятельность жд транспорта (грузовые перевозки)	4683,23	2,6	946,01	189,20
Транспортировка и хранение	7756,6	5,1	318,02	63,6
Производство прочих транспортных средств	7610,25	1,6	152,21	30,44
Производство				

Продолжение приложения 4

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
автотранспортных средств	7463,90	5,5	208,99	41,80
Деятельность в области информации и связи	121471,34	8,1	8988,88	1797,78
Добыча металлических руд	27513,99	22,3	4842,46	968,49
Производство металлургическое	47417,73	16,3	6306,56	1261,31
Животноводство	3805,13	3,4	220,7	44,14
Производство напитков	7610,25	7,1	540,33	108,07
Производство автотранспортных средств	2341,62	5,5	65,57	13,11
Торговля розничная	30441,01	6,9	1095,88	212,18
Торговля автотранспортным и средствами	2341,62	4,0	210,75	42,15
Строительство	35563,3	1,5	604,58	120,92
Производство прочей неметаллической минеральной продукции	6732,15	6,2	302,95	60,59
Производство химических веществ и химических продуктов	39075,72	12,1	2383,62	476,72

Окончание приложения 4

Наименование подотрасли	Суммарные инвестиции в подотрасль, млн руб.	Рентабельность активов подотрасли, %	Прирост прибыли подотрасли, млн руб.	Прирост по налогу на прибыль подотрасли, млн руб.
Обеспечение электроэнергией	13756,99	4,9	577,79	115,56
Производство, передача и продажа электроэнергии	19903,74	5,9	995,19	199,04
Деятельность финансовая и страховая (другое)	50344,75	3,1	956,55	191,31
Итого	1463510		101470,72	20294,14

Источник: таблица составлена автором на основе данных таблиц П.И.1, П.Н.1

**Прирост налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций
(пенсионные резервы НПФ, РСБУ)**

Таблица П.5.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (пенсионные резервы НПФ, группировка по отраслям)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	3,9115	8,42
Нефти и газа	26,00	34,4668	74,22
Транспорта	9,47	1,7659	3,80
Телекоммуникаций	8,30	4,0913	8,81
Металлов и добычи	5,12	0,6880	1,48
Потребительского сектора	3,18	0,3356	0,72
Строительства	2,89	0,2165	0,47
Химии и нефтехимии	2,67	0,2293	0,49
Электроэнергетики	2,30	0,3585	0,77
Другое	3,44	0,3780	0,81
Итого	100,00	46,4415	100,00

Источник: составлено автором

**Прирост налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций
(пенсионные накопления НПФ, РСБУ)**

Таблица П.6.1. – Показатели прироста налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по РСБУ (пенсионные накопления НПФ, группировка по отраслям)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	9,2567	8,42
Нефти и газа	26,00	81,5663	74,22
Транспорта	9,47	4,1789	3,80
Телекоммуникаций	8,30	9,6822	8,81
Металлов и добычи	5,12	1,6282	1,48
Потребительского сектора	3,18	0,7942	0,72
Строительства	2,89	0,5124	0,47
Химии и нефтехимии	2,67	0,5427	0,49
Электроэнергетики	2,30	0,8485	0,77
Другое	3,44	0,8946	0,81
Итого	100,00	109,9047	100,00

Источник: составлено автором

**Прирост налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций
(пенсионные резервы НПФ, МСФО)**

Таблица П.7.1. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (пенсионные резервы НПФ, группировка по отраслям)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	3,2549	6,67
Нефти и газа	26,00	32,0271	65,66
Транспорта	9,47	2,5978	5,33
Телекоммуникаций	8,30	4,6281	9,49
Металлов и добычи	5,12	1,3457	2,76
Потребительского сектора	3,18	1,2786	2,62
Строительства	2,89	1,1716	2,40
Химии и нефтехимии	2,67	0,2426	0,50
Электроэнергетики	2,30	0,3832	0,79
Другое	3,44	1,8496	3,79
Итого	100,00	48,7790	100,00

Источник: составлено автором

**Прирост налоговых платежей эмитентов корпоративных облигаций
(пенсионные накопления НПФ, МСФО)**

Таблица П.8.1. – Показатели прироста налоговых платежей консолидированных групп предприятий по отношению к эмитенту корпоративных облигаций по итогам 2019 г. по МСФО (пенсионные накопления НПФ, группировка по отраслям)

Отрасль	Удельный вес эмитентов отрасли в индексе, %	Прирост налоговых платежей, млрд руб.	Удельный вес эмитентов отрасли в приросте налоговых платежей, %
Финансов	36,64	7,7027	6,67
Нефти и газа	26,00	75,7927	65,66
Транспорта	9,47	6,1478	5,33
Телекоммуникаций	8,30	10,9525	9,49
Металлов и добычи	5,12	3,1846	2,76
Потребительского сектора	3,18	3,0259	2,62
Строительства	2,89	2,7725	2,40
Химии и нефтехимии	2,67	0,5740	0,50
Электроэнергетики	2,30	0,9067	0,79
Другое	3,44	4,3770	3,79
итого	100,00	115,4365	100,00

Источник: составлено автором