

УДК 65.011.12

Н.В. Журавлева, А.А. Степанова

ФИНАНСОВЫЕ МЕХАНИЗМЫ УЧЕТА ИНФЛЯЦИИ, НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ И ЛИЗИНГОВЫХ ПЛАТЕЖЕЙ

Рассмотрены методы прогнозирования денежных потоков с учетом инфляции на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта. Исследован финансовый инструмент – лизинг. Приведен ряд финансовых механизмов и расчетов, которые определяют, что для компании выгоднее: взять имущество в лизинг или просто купить его.

In given article the author consider methods of forecasting of monetary flows in view of inflation during all life cycle of the investment project. In article the author investigate another financial tool, such as leasing, which becomes more and more popular between financiers. There are a number of financial mechanisms and calculations which define what it is more favorable to the company: to take property in leasing or simply to buy it.

Важное место в повышении эффективности и оптимизации средств финансирования инвестиционных проектов занимают вопросы, связанные с инфляцией и налогообложением. Хотя инфляция своим антиподом является дефляция, но обычно имеют дело с ростом цен, а не с их снижением. Поэтому в инвестиционном процессе, как правило, учитывают именно инфляцию.

Известно, что недоброрядочные компании активно используют инфляцию, в том числе и инвестиционные платежи для собственного финансирования в корыстных целях. С этой целью весь платеж или часть платежа под тем или иным предлогом они зачисляют к себе на дебиторский счет, прокручивают его, сколько возможно, а когда начинают требовать возврата денег, возвращают их – сделка не получилась – причины объяснения разные, но полученная от прокрутки прибыль, как правило, остается в компании. Инфляция играет

на росте цены от прежней в сторону повышения, ибо суть инфляции – в снижении реальной денежной единицы, т.е. цены денег.

Поэтому, не говоря уже о случаях корыстного и недобросовестного ее использования, ее необходимо заранее учитывать. Чтобы подстраховаться от недофинансирования в связи с инфляцией следует, заключая контракты, в том числе и инвестиционные, предвидеть и планировать инфляцию. Как определенный финансовый механизм ее рассчитывают в виде индекса цен:

Индекс цен расчетного года = Сумма стоимости набора товаров базового года.

Зная индекс цен, можно рассчитать уровень или темп инфляции. Обычно рассчитывают годовой темп инфляции [1]:

Годовой уровень инфляции = $(\text{Индекс цен текущего года} - \text{Индекс цен прошлого года}) / \text{Индекс цен текущего года}$.

До 2007 года в России уровень инфляции составлял около 12 %. Таким образом, если инвестор и компания заключили договор с фиксированными платежами без учета уровня инфляции, то при прочих равных условиях при изменении инфляцией средних цен компания будет выигрывать перед инвестором, т.к. отдавать она ему будет в будущем уже не те деньги, которые получила от него вначале. Отрицательную роль в данном случае играет и государство. Стремясь погасить какие-то свои задолженности, оно производит дополнительную денежную эмиссию. Но для получателей такой задолженности, а тем более для фондового рынка, это имеет негативные последствия, т.к. реальная сумма возвращенного долга, и, следовательно, и текущая стоимость капитала компании, вследствие вызванного эмиссией витка инфляции будет меньше, чем она должна быть.

При оценке эффективности инвестиционных решений необходимо учитывать не только возможные последствия инфляции, но и долгосрочные изменения цен на предполагаемую к выпуску продукцию, а также и на основные статьи расходов.

Существуют два пути для прогнозирования денежных потоков с учетом инфляции на протяжении всего жизненного цикла инвестиционного проекта.

1. Использование номинальной стоимости капитала при дисконтировании номинальных денежных потоков.

2. Использование реальной стоимости капитала при дисконтировании реальных денежных потоков [2].

При этом правильной, с обязательным учетом бюджетного уровня

инфляции, является та дисконтная ставка, которая используется компаниями, работающими в той же области реального бизнеса.

Номинальные прогнозируемые денежные потоки показывают фактическое поступление средств. Реальные прогнозируемые потоки даются с поправкой на показатель инфляции. Как существуют различия между прогнозируемыми компаниями и реальными денежными потоками, так существуют различия и между реальной и номинальной стоимостью капитала. Реальная ставка доходности – это ставка, которая используется, в случае если бы инфляция была равна нулю. Но номинальная ставка доходности это ставка, которая не учитывает поправок на инфляцию.

В практическом плане финансовые механизмы здесь следующие. К примеру, компания реализует проект стоимостью 2 миллиона рублей. Пока уровень инфляции в расчет не берется. От реализации проекта компания намерена получать ежегодные поступления в размере 600 000 рублей. Срок жизненного цикла инвестиционного проекта – 5 лет. Стоимость капитала составляет 10 % годовых.

n	i	PV	FV	PMT	Результат
5	10	?	0	600000	PV=2274472 руб.
					NPV = 2274472 - 2 000 000 = =274472 руб.

Таким образом, НРВ – положительная, а значит, проект эффективен и его можно принять. Теперь допустим, что уровень инфляции равен 6 % годовых. Инвестиции при 6 % ставке инфляции будут выглядеть следующим образом (см. таблицу).

В большинстве случаев при расчете номинальной ставки дисконтирования вполне достаточно сделать

Год	Реальный денежный поток	Номинальный денежный поток
1	600 000	636 000
2	600 000	674 160
3	600 000	714 610
4	600 000	757 486
5	600 000	802 935

приближение номинальной ставки дисконтирования капитала к 16 %, т.е. реальная ставка 10 % плюс 6 % уровень ожидаемой инфляции. Итого 16 %.

Чтобы получить точное значение денежных потоков и показать фактическую равнозначность реального и номинального подходов для планирования инвестиций в условиях действия инфляции необходимо показать следующую зависимость между номинальной и реальной ставкой
 $\text{Номинальная ставка} = (1 + \text{Реальная ставка}) \cdot (1 + \text{Ожидаемый уровень инфляции}) - 1$

Следовательно, на основе более точных расчетов номинальная ставка дисконтирования будет равна не 16 %, а 16,6 % годовых.

$$\text{Номинальная ставка} = 1,1 \cdot 1,06 = 0,166 \text{ или } 16,6 \%$$

Однако использование дисконтной процентной ставки для расчета ожидаемых номинальных денежных потоков даст все равно тот же результат 274472 рубля. Иными словами, использование номинальной и реальной оценки дисконтной ставки не имеет в оценке инфляции принципиального значения. Это важно в планировании инвестиционного процесса в том плане, что существующая практическая равнозначность подходов к определению единицы процентной ставки NBA не отражается на увеличении эффективности инвестиций в компании и благосостояния инвесторов. В то же время, следует отметить, что простые

и достаточно надежные финансовые механизмы оценки воздействия инфляции на инвестиционный процесс применимые при сравнительно небольших объемах инвестиций

недостаточны при крупном инвестировании. В таких случаях применение более детальных финансовых механизмов помогут рассчитать последствия инфляции еще точнее.

Во-первых, в этих случаях необходимо рассчитывать еще и агрегированный индекс цен на предполагаемую продукцию через товарооборот всей номенклатуры товаров:

$$i = \sum p_1 \cdot q : \sum p_0 \cdot q,$$

где $P_1 P_0$ - соответственно фактическая (прогнозируемая) цена в базисном периоде, тыс. рублей; q_1 - объем реализованной продукции по конкретной товарной группе, ед. изм.

Основываясь на определении эффективной годовой проектной ставки (EAR), которая рассчитывается:

$$EAR = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1,$$

где r - годовая процентная ставка, коэф. или темп прироста денежных

$$\text{средств}; r = \frac{FV_1 - PV}{PV},$$

где FV_1 - будущая стоимость денежных средств в конце первого периода инвестирования; PV - первоначальная (принципиальная) сумма денежных средств, инвестированных в начальный период времени ($t = 0$) тыс. руб.; m - количество начислений в году, ед.

Получив эти данные, далее уже можно рассчитать, основываясь на рассчитанной годовой эффективной ставке, годовую величину инфляции. Она рассчитывается по формуле:

$$i_a = [(1 + i_m)^m - 1] \cdot 100,$$

где i_a - ожидаемая годовая ставка инфляции, %; i_m – ставка инфляции за период (неделю, декаду, месяц, год...), коэф.

Во-вторых, необходимо рассчитать не только годовую инфляцию, но и ожидаемую в будущем инфляционную ставку. Она рассчитывается как средняя величина на весь срок реализации инвестиционного проекта или обращения используемой для инвестиционных целей ценной бумаги. В математическом плане ее следует рассматривать с использованием формулы нахождения средней геометрической:

$$\bar{i} = [(1+i_1) - (1-i_2) \times \dots \times (1+i_n)]^{\frac{1}{n}} - 1,$$

где \bar{i} - средняя геометрическая инфляционная ставка за n - периодов времени, коэф.

В оценке инфляции применяется особая формула Ирвина Фишера, которая учитывает временную переменную ценность денежных вложений и объединяет все основные финансовые переменные в единую группу:

- реальную процентную ставку, не содержащую фактор инфляции (r);
- номинальную процентную ставку, рассчитанную с учетом инфляции (r^n);
- ожидаемую ставку инфляции (i).

В результате зависимость между процентными ставками и ожидаемой инфляцией выражается следующим образом:

$$(1+r)^n = (1+r)(1+i).$$

Далее уже на основе полученной зависимости, номинальная процентная ставка рассчитывается по формуле [3]

$$r^n = r + i + r \cdot i$$

Следует подчеркнуть, что когда И.Фишер проводил свои исследования, подоходные налоги не были для

инвесторов, как и темпы инфляции, первостепенным вопросом. Поэтому он и формулировал свои выводы в виде величин, взятых до уплаты налогов. Поэтому уравнения И.Фишера действуют только для тех инвесторов, которые освобождены от уплаты налога. Если инвестор, уплачивающий налог по определенной ставке, получает неизменную реальную доходность, то инвестор, ставка налога для которого ниже, получит большую реальную доходность, а инвестору, с которого налог взимается по более высокой ставке, придется довольствоваться более низкой доходностью. Ставка налога, при которой реальная доходность не меняется, называется предельной.

Разновидность эффекта Фишера называется эффектом Дарби. Суть его в том, что в условиях инфляционных ожиданий номинальные ставки процента будут расти так, чтобы ожидаемая реальная доходность после налогов для инвесторов, которые уплачивают налоги по одной и той же ставке, осталась постоянной. В этом случае доходность ценных бумаг сможет составить конкуренцию доходности от недвижимого имущества. Из-за действия эффекта Дарби увеличение темпов инфляции уменьшает эффективные реальные процентные ставки для инвесторов, уплачивающих высокие налоги, и увеличивает эффективные процентные ставки для инвесторов, уплачивающих низкие налоги. Прогноз номинальной процентной ставки по Дарби рассчитывается:

$$R = \frac{j}{1 - t_m + J_b + J_{ib}}$$

где j – годовой темп инфляции; i – реальная номинальная ставка процента; t - предельная ставка налога; m - количество начислений в году, ед.; t_m

- предельная ставка налога для инвесторов; i_b - скрытая реальная доходность до уплаты налогов для инвесторов.

Как отмечают Г. Бирман и С. Шмидт, «уравнения Фишера и Дарби не дают простых ответов на вопрос о том, как взаимосвязаны реальная ставка дисконтирования после уплаты налогов и ожидаемый темп инфляции. Однако они дают основу для размышлений и определяют верхнюю и нижнюю границы возможных значений» [4].

И все-таки самый простой и, в то же время эффективный способ учесть в инвестиционных расчетах инфляцию будет в том случае, если прогноз денежных потоков отражает мнение компании и если выбрана номинальная ставка дисконтирования и определена чистая текущая стоимость. Только тогда все будет говорить о том, что выбран в целом верный путь к определению главного показателя – доходности инвестиций, а значит и уже заранее учтено и влияние инфляции.

В активизации инвестиционного процесса и совершенствовании его финансовых механизмов важное значение имеют финансовые льготы. Они позволяют расширить возможности эффективного инвестирования денежных ресурсов и тем самым создать наилучшие условия для его развития. К финансовым льготам относятся, прежде всего, налоговые льготы. Это и освобождение от налогообложения части прибыли, которая направляется на научно-технические и научно-исследовательские разработки, разрешение на проведение ускоренной амортизации основных фондов, т.е. уменьшение через ускоренную

амортизацию суммы прибыли, подлежащей налогообложению, и т.п. [5].

Однако, несмотря на отдельные статьи и положения Налогового кодекса РФ по улучшению инвестиционного климата законодательство в целом еще не в полной мере учитывает стимулирующее воздействие налоговых финансовых льгот. Хотя для оценки оптимальности уровня налогообложения и используется критерий эластичности налоговой системы, рост налоговых ставок и их существующая диверсификация все же не всегда поддерживают отечественного инвестора и производителя. Это признают и сами налоговые органы России [6].

Среди положительных факторов российского налогообложения, стимулирующих российского инвестора и производителя является инвестиционный налоговый кредит.

Этот кредит предоставляется тем компаниям, которые ведут инвестиционную (вложения в новые производства) или инновационную (внедрение на рынке новых продуктов или технологий) деятельность. По условиям инвестиционного кредита, возможно уменьшать платежи по налогу на прибыль, а также по региональным и местным налогам. Затем фирма поэтапно возвращает кредит и начисленные проценты. Срок инвестиционного кредита – от одного года до пяти лет.

В соответствии с п. 3 ст. 66 НК РФ сумма, на которую можно уменьшать налоги, ограничена и не может превышать 50 % задолженности. Получить инвестиционный кредит имеют право (ст. 67 НК РФ) те фирмы и компании, которые:

- проводят научно-исследовательские и опытно-конструкторские работы;
- ведут внедренческую или инновационную деятельность;
- содействуют развитию региона или оказывают населению особо важные услуги.

Проценты по этому кредиту предприятие платит в любом случае. Их размер определяется соглашением сторон, но не может быть ниже **S** и более **s** ставки рефинансирования Банка России (п.6 ст. 67 НК РФ). Как и налоговый, инвестиционный кредит должен быть обеспечен залогом или поручительством, а также оформлен договором [7].

Еще один момент поддержки государства, который можно временно использовать и в инвестиционном процессе – это перенесение срока уплаты налогов. Несмотря на то, что получить такую отсрочку не так просто – данный вопрос решают налоговые инспекторы в результате выездной проверки – но если она получена, то это значит:

1. Контролеры не приостановят операции по счетам фирмы и не арестуют имущество.

2. С момента принятия положительного решения не начисляются пени (кстати «заморозить» уплату налогов и начисление пеней можно и на период рассмотрения заявления. Пакет документов передается вместе с хозяйством). Правда, вместо пеней появляются проценты (хотя опять-таки при обоснованных обстоятельствах налоговой поблажкой можно воспользоваться безвозмездно). Но и в худшем случае проценты рассчитывают по ставке рефинансирования.

Значит, за каждый день проценты начисляются в размере 1/365 ставки

рефинансирования, в то время как пени в размере 1/300 этой же ставки. Кроме того, проценты рассчитывают исходя из «урезанной» ставки (например **s** - при инвестиционном налоговом кредите или **S** при отсрочке). То есть при налоговом кредите проценты примерно в 1,2 раза меньше пеней, а при отсрочке – в 2,4 раза. Если же фирма пострадала от стихийного бедствия или вовремя не получила деньги за госзаказ, то отказать ей в отсрочке от уплаты налогов инспекторы вообще не вправе (п.7 ст. 64 НК РФ). Можно решения не пользу фирмой обжаловать и в суде (расмотрение в течение месяца), можно обратиться и за помощью к арбитрам. Конечно, прежде чем пытаться получить отсрочку от уплаты налогов необходимо взвесить все аргументы «за» и «против». Но возможность перенести срок уплаты налогов в налоговом кодексе РФ есть [7].

Налоги это та экономическая и финансовая категория, которая представляет суть и средства к достижению поставленной государством и поддерживаемой обществом цели. Это общепринятое мнение [8].

Но это значит и то, что налогам присущи и те общие признаки и черты, те функции, которые в полной мере относятся к финансам и, следовательно, они также как и другие категории экономических и финансовых отношений имеют возможности развития и совершенствования своих механизмов. Есть они и в налоговых финансовых механизмах инвестиционного процесса. Особенно продвинуты теория и практика совершенствования налоговых финансовых механизмов в странах с развитой экономикой, имеющей более давний опыт их применения.

Налоги, как известно, ни в одной стране никто не отменял и не собирается отменять. Более того, за неуплату налогов повсеместно следуют юридические санкции. И все же существуют пять основных позиций, применение которых предполагает минимизацию налогов. Они связаны с существованием различий между балансовыми и налоговыми отчетами таким образом, что отчетный доход для налогообложения сокращается. Среди них:

1. Ускорение списаний.

Путем более раннего учета затрат можно списать в текущем году расходы, которые в лучшем случае попали бы в число отложенных (deferred). Основное ускорение списаний касается амортизации, в отношении которой компании обычно применяют модифицированную систему ускоренного восстановления издержек (modified accelerated cost recovery system, MACRS).

2. Использование всех доступных налоговых кредитов.

Кредит ведет к постоянному сокращению налогов, и поэтому он является очень предпочтительным. (В какой-то степени это аналог российского инвестиционного кредита, если ондается для исследований и инноваций). Кредит не может быть использован для исследований, проведенных после начала некоммерческого производства, для доработки продукта под нужды конкретного клиента, для дублирования существующего процесса или продукта и т.д. Эти кредиты, как на федеральном, так и муниципальном уровнях.

3. Избежание расходов, которые нельзя вычесть из налогооблагаемой базы.

Суть финансовой выгоды здесь в том, что существует несколько видов

издержек, особенно это касается питания и сферы досуга, которые полностью или частично не разрешается включать в расчет налогооблагаемого дохода. Ключевой стратегией компаний является сокращение этих типов затрат до абсолютного минимума и избежание таким образом какой-либо потери прибыли из-за расходов, которые нельзя вычесть из налогооблагаемой базы.

4. Увеличение налоговых отсрочек.

Существует ряд ситуаций, о которых налоги могут быть перенесены на более поздний срок, например, когда оплата поглощений производится акциями или когда поступление средств откладывается до тех пор, пока не будут представлены все сопутствующие услуги. Это может перенести значительную часть налоговой ответственности в будущее, где временная стоимость денег приведет к меньшей, чем в настоящее время стоимости причитающихся налогов. Другими словами, в данном случае используется рассмотренный выше инфляционный эффект.

5. Получение не облагаемого налогом дохода.

В данном случае имеется возможность инвестирования избыточных средств в муниципальные облигации, которые не подлежат обложению, как федеральными подоходными налогами, так и подоходным налогом регионов, в которых они были эмитированы. Недостаток этой позиции состоит в том, что доход по муниципальным облигациям меньше, чем доход от других форм инвестиций, вследствие внутренней присущей им налоговой экономии [9].

Отмечая юридически законные пути минимизации налогов, все же следует подчеркнуть, что существует

единой налоговой стратегии, которая была бы в полном объеме применима к любой компании. Поэтому каждая компания конструирует свою соответствующую конкретным обстоятельствам технологию минимизации налогообложения. Но в основе ее так или иначе лежат вышеперечисленные пять позиций.

Что касается минимизации налогов в инвестиционном процессе, то помимо общей экономии средств компании, которые она может направлять на инвестирование, существуют и скрытые формы. Например, структура капитала фирмы оказывается значительной при наличии существующего в США налога на прибыль корпорации в связи с тем, что на величину процентов по долговым обязательствам уменьшается налогооблагаемая прибыль фирмы. Дивиденды же не вычитываются из налогооблагаемой базы. Таким образом, за счет финансирования с привлечением инвестиционных или вообще заемных средств фирма имеет возможность снизить уплачиваемые налоги. (Пример).

Могут появиться налоговые льготы и в инвестиционном проекте при использовании займов. В данном случае все денежные потоки (денежные потоки по проекту, финансовые потоки, потоки по акционерному капиталу) приводятся к общему посленалоговому виду, а в качестве ставки дисконтирования используется стоимость капитала после налогов. Типичная ошибка в данном случае состоит в том, что налоговые льготы по инвестиционному займу рассматриваются как часть денежных потоков по проекту, игнорируя при этом остальные долговые денежные потоки. Опасность данной ошибки в том, что она делает нежелательным проект при

неграмотном анализе желательным. Подобное происходит тогда, когда налоговые льготы по займу включаются в состав денежных потоков по проекту. В результате скверный проект может оказаться вполне удовлетворительным: чистая текущая стоимость становится положительной, а внутренняя норма окупаемости «становится» больше стоимости капитала. (Пример)

Анализ скомбинированных посленалоговых денежных потоков по инвестиционному проекту и посленалоговых денежных потоков заемного капитала только тогда правильный, если применяемая ставка дисконтирования равна стоимости заемного капитала [4, с.143-145].

На Западе, как известно, лишь пенсионные и благотворительные фонды освобождены от уплаты налога. Но в условиях относительного рыночного равновесия все равно едва ли возможно, чтобы номинальная ставка процента дисконтирования в целом была бы настолько низкой, чтобы для всех инвесторов безальтернативно реальная доходность после налогов оказалась бы отрицательной. Соответствующая номинальная доходность с точки зрения налогооблагаемого инвестора равна максимальной возможной номинальной доходности только после уплаты налогов. Например, для инвестора – налогоплательщика, покупающего надежную облигацию, доход по которой облагается налогом, номинальная доходность после уплаты налогов будет равна:

$$(1 - t) r$$

где t – предельная ставка налога на инвестора.

Реальная доходность после уплаты налогов с точки зрения инвестора

– налогоплательщика зависит также и от ставки налога. Если обозначить ее через $i(t)$, чтобы подчеркнуть, что величина i зависит от предельной ставки налога t . Реальную доходность после уплаты налогов для инвестора – налогоплательщика можно представить следующим образом:

$$i(t) = \frac{1 + r(1 - t)}{1 + j}$$

где j – годовой темп инфляции; r – номинальная ставка процента по безрисковым ценным бумагам, которая облагается налогом.

Можно выразить i и так [12, с. 236-237]

$$i(t) = \frac{r(1 - t) - j}{1 + j}$$

Существуют и другие, на основе вышенназванных способов, пути минимизации налоговых выплат. Это:

- налог на накопленные доходы (целесообразность выплаты достаточно крупных дивидендов, чтобы избежать уплаты налогов);

- денежный метод бухгалтерского учета (доход не отражается до тех пор, пока не получена оплата по счету, а расходы не отражаются до момента оплаты);

- оценка запасов (используется один метод с целью учета, а другой для налоговых целей за исключением случая «последним пришел – первым ушел» [last in – first out, LIFO]);

- слияние и поглощение (при покупке компании определение размера налогооблагаемого прироста капитала, который будет иметь продавец (если будет), а также то, как покупатель может уменьшить налоговое бремя в текущем году и в последующие годы);

- перенос чисто операционного убытка (roy) (roy – можно перенести

назад и применить против прибыли за два предыдущих года, любая остающаяся сумма будет передвинута на следующие 20 лет);

- exus (Nexus) (денежные отношения компании в рамках сферы государственной юрисдикции);

- проектные издержки (разработка для собственного использования крупных инфраструктурных систем, планирование производственных ресурсов и пр.);

- корпорация типа «S» (корпорация данного типа переводит отчетную прибыль своим акционерам, которые отчитываются о доходах в своих налоговых декларациях. Корпорация типа «S» имеет уникальные аспекты налоговой и правовой защиты, которые делают ее идеальным способом структурирования бизнеса, если в нем небольшое количество акционеров, т.е. не более 75 акционеров и причем все они должны являться гражданами или резидентами США. Корпорацию типа «S» нельзя путать с корпорацией «C», где имеется двойное налогообложение, где облагается налогом и доход компании, и дивиденды акционеров как их доход);

- налоги на продажи и использование (устанавливаются на уровне штатов. Ставка налога с продажи умножается на цену, уплаченную за товары и услуги, в сделках, совершенных в пределах налоговой зоны. Суть закона в том, что налоги компания начисляет местному правительству за счет покупателей);

- трансфертные цены (трансфертное ценообразование является ключевым налоговым фактором, поскольку имеет возможность постоянно снижать налоговую ответственность компаний. Постоянное снижение обусловлено регистрацией дохода в различных нало-

говых организациях, которые могут иметь различные налоговые ставки. В данном случае происходит экономия в уплате налога на прибыль);

- налоги на безработицу [10].

Суть всех этих способов и финансовых механизмов минимизации налогов следует учитывать при реализации инвестиционных проектов, т.к. они или увеличивают стоимость капитала и повышают инвестиционную привлекательность компаний или, в отдельных случаях, позволяют выделить дополнительные средства на финансирование проекта.

В настоящее время в международном и отечественном бизнесе разработаны и успешно работают наряду с налоговыми льготами финансовые и инвестиционные механизмы, позволяющие снижать (и значительно) обязательное налоговое бремя. Одной из таких приоритетных форм является лизинг. В теории и практике инвестиционного менеджмента лизинг или, что одно и то же, финансовую аренду определяют как «вид инвестиционной деятельности по приобретению имущества и передаче его на основании договора лизинга физическим и юридическим лицам за определенную плату, на определенный срок и на определенных условиях, обусловленных договором, с правом выкупа имущества лизингополучателем» [1, с. 145].

В Российской Федерации лизинг регулируется следующими нормативными актами:

- статьями 665-670 ГК РФ;
- Федеральным законом от 29 октября 1998 года № 164-ФЗ «О лизинге»;
- методическими рекомендациями по расчету лизинговых платежей (утвержденными Министерством экономики Российской Федерации 16 апреля 1996 года);

- Федеральным законом от 8 февраля 1998 года № 16 - ФЗ «О присоединении Российской Федерации к Конвенции УНИДРУА о международном финансовом лизинге».

Субъектами лизинга являются лизингодатель, лизингополучатель и продавец (поставщик). Любой из субъектов лизинга может быть резидентом РФ, нерезидентом РФ, а также субъектом предпринимательской деятельности с участием иностранного инвестора, осуществляющим свою деятельность в соответствии с законодательством РФ.

Основные преимущества лизинга следующие:

1. В случае выбора постоянной платы можно точно предвидеть годичные издержки инвестирования на весь период контракта.

2. Лизинговое имущество учитывается на балансе лизинговой компании, что избавляет компанию от уплаты налога на имущество. Лизингополучатель не является собственником оборудования, не заносит его в состав своего имущества, поэтому не платит налог на имущество, а лизингодатель не платит налог на имущество в связи с освобождением по налоговому законодательству РФ, следовательно, налог на имущество не входит в издержки лизингополучателя.

3. Постепенная оплата выкупа лизингового имущества – использование лизинга как способа финансирования имеет смысл в случае недостатка средств для единовременного приобретения имущества.

4. Лизингодатель имеет возможности привлекать финансирование для сделки быстро, дешево, по налаженным контактам.

5. Возможность лизингополучателя пользоваться налоговыми льготами:

- возможность применения ускоренной амортизации с коэффициентом 3;
- отнесение лизинговых платежей в полном объеме на себестоимость продукции (работ, услуг) лизингополучателя;
- отнесение процентов по кредитам, привлекаемым лизинговой компанией, на себестоимость лизингодателя (в пределах норматива).

При лизинге право пользования имуществом отделено от права собственности. Как собственник лизингодатель сохраняет за собой право собственности на предмет лизинга, тогда как право пользования им переходит к лизингополучателю. Порядок изъятия лизингодателем предмета лизинга определяется законодательством РФ с учетом статей 334-358 ГК РФ, положений Федерального закона от 29 мая 1992 года № 2872-1 «О залоге» и условий договора лизинга. Закон стоит на стороне лизингодателя и если лизингополучатель препятствует лизингодателю изъять предмет лизинга, то лизингодатель может воспользоваться правом на судебную защиту своих интересов. Также защищены государством и законные интересы лизингополучателя. Единственно, что специально оговаривает закон, так это то, что предметом лизинга не могут быть земельные участки и другие природные объекты, а также имущество, которое федеральными законами запрещено для свободного обращения или для которого установлен особый порядок обращения.

Существует ряд финансовых механизмов, которые определяют, что для компании выгоднее: взять имущество в лизинг или просто купить его? Лизинг – это долг. А предприятие, беря какое-либо имущество в лизинг, считает более выгодным, а может и единственно

возможным способом, использовать для этого заемные средства, поэтому лизинг надо понимать, прежде всего, как финансовый заем с участием помимо лизингодателя и лизингополучателя и третьей стороны, того, кто дает на оплату лизинга деньги. Поэтому финансовый лизинг во многом похож на займы. И если в обычном случае, проводя инвестиционный анализ, можно не обращать особое внимание на денежные потоки, связанные с привлечением заемных средств и последствия использования заемных капиталов с точки зрения потоков, то в ситуации с лизингом денежные потоки, связанные с привлечением заемного капитала, самым теснейшим образом переплетаются с денежными потоками самого инвестиционного проекта, а потому и разделить их уже гораздо сложнее. В связи с этим первый вопрос, который, как отмечалось выше, стоит перед руководством компаний это купить имущество или взять его в лизинг. При рассмотрении этого вопроса помогают следующие расчеты.

1. Приобретение обновляемых капитальных активов в собственность за счет внутренних (собственных) финансовых ресурсов.

В связи с тем, что содержание денежного потока приобретения актива в собственность за счет внутренних финансовых ресурсов выражают затраты по покупке, т.е. его рыночную цену. Эти затраты осуществляют в момент приобретения актива, поэтому они не требуют приведения к настоящей стоимости.

2. Приобретение обновляемых капитальных активов за счет долгосрочного банковского кредита.

Основу этой формы составляют уплачиваемые проценты и общая сумма долга, подлежащая погашению. Вычисление общей величины данного денежного по-

тока (Cash-Flow, CF) в настоящей стоимости осуществляют по формуле:

$$CF_1 = \sum_{n=1}^t \frac{СП * (1 - H_c)}{(1 + r)^t} + \frac{ДК}{(1 + r)^t}$$

где CF_1 – сумма денежного потока по долгосрочному кредиту, приведенная к настоящей стоимости; СП - сумма процента, уплачиваемая за кредит, исходя из годовой ставки; H_c - ставка налога на прибыль, доли единицы; r - годовая процентная ставка за долгосрочный кредит, доли единицы; t - продолжительность расчетного периода, лет; ДК - сумма долгосрочного кредита банка.

3. Финансовая аренда (лизинг) капитальных активов, подлежащих обновлению.

За основу денежного потока финансовой аренды (лизинга) капитального актива принимают:

- авансовый лизинговый платеж, если он предусмотрен договором лизинга;
- регулярные лизинговые платежи за эксплуатацию капитального актива.

Расчет общей величины денежного потока в настоящей стоимости производят по формуле:

$$CF_2 = A_{пп} + \sum_{n=1}^t \frac{СП * (1 - H_d)}{(1 + r)^t} + \frac{ДК}{(1 + r)^t}$$

где CF_2 - сумма денежного потока по лизингу капитального актива, приведенная к настоящей стоимости; $A_{пп}$ - сумма авансового лизингового платежа, предусмотренная в договоре лизинга; H_d - ставка налога на прибыль, доли единицы; ПП - годовая сумма регулярного лизингового платежа за эксплуатацию предмета лизинга; t - продолжительность расчетного периода лет; r - годовая ставка дисконтирования, доли единицы.

Если после предусмотренного срока использования капитального акти-

ва, приобретенного в собственность или взятого в аренду на условиях лизинга, он имеет ликвидационную стоимость, то ее прогнозируемую величину исключают из денежного потока. Расчет ликвидационной стоимости актива осуществляют по формуле [11]

$$CF_3 = \frac{ЛС}{(1 + r)^t}$$

где CF_3 - дополнительный денежный поток за счет продажи капитального актива по ликвидационной стоимости; ЛС - прогнозируемая ликвидационная стоимость актива после окончания срока его эксплуатации; r - ссудного процента, которая сложилась на кредитном рынке, доли единицы; t – продолжительность расчетного периода, лет.

По сравнению с покупкой и приобретением обновляемых капитальных активов за счет долгосрочного банковского кредита именно лизинг является аналогичной формой реальным инвестициям, так как лизингодатель и лизингополучатель имеют дело с капиталом не в денежной, а в товарной форме. Но, тем не менее, основой лизинговой сделки является финансовая, а точнее кредитная операция. И в этом противоречии заключена характерная особенность лизинга и его экономическая природа.

С точки зрения совершенствования эффективности финансовых механизмов лизинга, то они проявляются и в возможности приобретения объекта по остаточной стоимости, и после завершения срока лизинга, т.е. когда после всех необходимых платежей право пользования имуществом лизингодателя переходит к лизингополучателю, и возможность заключать с другими лицами обязательные и сопутствующие договоры, т.е. договоры о привлечении дополнительных денежных средств, договор залога,

договор поручительства и др. Но главное чем, особенно ценен лизинг с финансовой точки зрения, так это тем, что с помощью лизинга возможна минимизация платежей по обслуживанию каждой лизинговой сделки. Важное значение для лизингополучателя имеет определение стоимости заемного капитала, привлекаемого на условиях лизинга. При этом саму стоимость лизинга или финансовой аренды определяют на основе ставки лизинговых платежей, которая включает две составляющие:

а) постепенный возврат суммы основного долга (годовая норма амортизации капитального актива);

б) стоимость непосредственного обслуживания долга по договору лизинга.

С учетом этих особенностей стоимость финансовой аренды (лизинга) устанавливают по формуле:

$$C_{\text{фл}} = \frac{(\Pi_{\text{п}} - H_a) * (1 - H_c)}{1 - \text{УР}_{\text{фа}}}$$

где $C_{\text{фл}}$ - стоимость заемного капитала, привлекаемого на условиях финансовой аренды (лизинга), доли единицы; $\Pi_{\text{п}}$ - годовая ставка лизинговых платежей, %; H_c - ставка налога на прибыль, доли единицы; H_a - годовая норма амортизации капитального актива, привлекаемого на условиях финансовой аренды (лизинга), % ; УР_{фа} - уровень расходов по привлечению капитального актива на условиях финансовой аренды к стоимости этого актива, доли единицы.

Управление стоимостью финансовой аренды (лизинга) сводится также к двум аспектам:

- стоимость финансовой аренды не может превращать стоимость банковского кредита, предоставляемого на аналогичный период;

- в процессе использования финансовой аренды должны быть выяв-

лены возможности минимизирующие ее стоимость.

Пример успешного действия финансового механизма лизинга показывает следующий пример [11, с. 113]: $\Pi_{\text{п}} = 20\%$; $H_a = 10\%$; $H_c = 0.24$; $\text{УР}_{\text{фа}} = 0.35$.

$$C_{\text{фл}} = \frac{(20 - 10) * (1 - 0.24)}{1 - 0.35} = \frac{7.6}{0.65} = 11.7\%$$

При учетной ставке Центрального банка России в 2007 г. в стоимость привлечения заемного капитала обходится предприятию дешевле.

Развитие лизинговых отношений в связи с усложнением и расширением аренды вплоть до готовых промышленных предприятий породило и такую форму как раздельный лизинг. С точки зрения финансовых механизмов его реализации, то в данном случае многое сложностей возникает в связи с участием в нем нескольких компаний и финансовых организаций. Лизингодатель при раздельном лизинге финансирует лишь техническую часть, а другая оплачивается за счет займов других участников сделки.

Расчет общей суммы лизинговых платежей, согласно методическим рекомендациям по расчету лизинговых платежей и утвержденных приказом Минэкономики РФ и Минфином РФ от 16.04.96, осуществляется по формуле:

$$KG = FJ + GR + RD + LE + YLC$$

где ЛП - общая сумма лизинговых платежей; АО - амортизационные отчисления, причитающиеся лизингодателю в расчетном периоде; ПК - плата за используемые кредитные ресурсы лизингодателя на приобретение предмета лизинга; КВ - комиссионное вознаграждение лизингодателю за представленное имущество по договору лизинга; ДУ - плата лизингодателю за дополнительные услуги лизингодате-

лю, предусмотренные договором лизинга; НДС - налог на добавленную стоимость, уплачиваемый лизингополучателем по услугам лизингодателя.

Отмечая значение эффективности лизинга, следует отметить, что для амортизируемых основных средств, которые являются предметом лизинга, налогоплательщик к основной норме амортизации имеет право применять специальный коэффициент, но не свыше 3. Однако данное положение не распространяется на основные средства, относящиеся к первой – третьей амортизационным группам в случае, если амортизацию по ним начисляют нелинейным способом [11, с.117-118].

Среди других новых форм инвестирования наряду с лизингом является проектное финансирование и финансирование капиталовложений на основе соглашений о разделе продукции (СРП). Финансовые ресурсы в схемах проектного финансирования привлекают традиционными способами на внутреннем и международном рынках капитала: на основе банковского кредита, выпуска корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций), инвестиционных ресурсов частных компаний, поддержанных банковскими гарантиями и поручительствами, финансового лизинга и др. Финансовые механизмы расчетов при проектном финансировании. За исключением финансового лизинга, традиционны для фондового рынка ценных бумаг.

Что касается СРП, то они в основном действуют в нефтяной и горнодобывающей промышленности. Правовую основу для них создает Федеральный закон «О соглашениях о разделе продукции» от 30.12.1995 г. № 225-ФЗ, «Новые редакции ФЗ от 14.01.1999 г. и от 18.06.2001 г.

Данным законодательным актом предусмотрено, что вместо обязательной уплаты налогов он определяет систему при которой государство и инвестор заключают соглашение (договор), где на финансированный срок оговаривают регулярные платежи (роялти) инвестора деньгами или продукцией за пользование недрами, а произведенная продукция делится между ними в определенной в договоре продукции. Из всех налогов, сборов и пошлин инвестор уплачивает только налог на прибыль и налог на право пользования недрами (раздел продукции для него своеобразная налоговая льгота). Плату за землю и иные природные ресурсы инвестор осуществляет в соответствии с законодательством РФ.

СРП, как офшорные и свободные экономические зоны, в целом, как показывает опыт их использования, неэффективны для экономики России. Скандалы с проектами Сахалин -1 и Сахалин – 2, со свободными зонами в Калмыкии и Ингушетии говорят о значительных злоупотреблениях и материальном ущербе. Рациональное зерно в этих инвестиционных формах и налоговых гаванях преимущественно только в одном – они не грозят России усилением долгового бремени и потерей контроля государства над своими собственными ресурсами и недрами.

Что касается лизинга, то эту инвестиционную форму следует и дальше совершенствовать и развивать. Она особенно полезна для становления в России малого и среднего бизнеса – основы экономики. Для небольших фирм, не имеющих возможности привлекать инвестиционный капитал, лизинг – единственный способ приобрести необходимое оборудование за счет заемных ресурсов. При этом, главная

проблема, которая требует разрешения в экономике России – это соразмерить оптимальные сроки и стоимость этих ресурсов, более широкое внедрение в аренду земельных участков, которые

могут выступать залоговыми инструментами, а также настоятельная необходимость и дальше совершенствовать налоговое законодательство. **ГИАБ**

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Волков А. Искусство финансирования бизнеса. Выбор оптимальных схем. Москва-Санкт-Петербург. 2006, с.54.
2. Зви Боди, Роберт К.Мертон. Финансы, с. 246.
3. Fisher G. "The theory of Interest: As determined by Impatience to spend income and opportunity to invest". New York: Angentus M. Kelly. 1965, p. 240.
4. Бирман Г., Шмидт С. Указ. Соч., с.240.
5. Государственное регулирование экономики. «Юнити». М. 2001, с.135.
6. Кириллова О.С., Муравьева Т.В. Налоги и налогообложение. Изд-во «Экзамен» М. 2005, с. 61
7. Петров А.В. «Налоговая экономия: реальные решения». Инструкция экспертного совета при Институте бухгалтерских экспертиз, аудита и налогообложения. М. 2006, с.103-104, с. 104-106.
8. Сергеев А.Н. Антология экономической классики. М.: Экономика – ключ. 1993, с.86.
9. "Accounting Reference Desktop to Bragg" John Wiley & Sons. 2002; Стивен Брэгг «Настольная книга финансового директора». Москва. 2005, с. 70-71.
10. Брег С. Указ.соч., 72-87.
11. Бочаров В.В. Финансовый инжиниринг. М.-С.-П. 2004, с.107-109

Коротко об авторах

Журавлева Н.В. – кандидат экономических наук, доцент, РГУТИС,
Степанова А.А.– аспирант, РГУТИС.

Рецензент д-р техн. наук, проф.