

Бюджетно-налоговая система

УДК 336.6(075.8)

МОЖНО ЛИ ПОВЫСИТЬ ЭФФЕКТИВНОСТЬ ИНВЕСТИЦИЙ, УВЕЛИЧИВАЯ СТАВКУ НАЛОГА НА ПРИБЫЛЬ ОРГАНИЗАЦИЙ?

Петр Никитович Брусов,
доктор физико-математических наук,
профессор кафедры прикладной математики,
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
pnb1983@yahoo.com

Татьяна Васильевна Филатова,
кандидат экономических наук,
декан факультета
государственного и муниципального управления,
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
mfilatova@fa.ru

Наталья Петровна Орехова,
кандидат физико-математических наук,
руководитель лаборатории корпоративных финансов,
инвестиций и налогообложения,
Научно-исследовательский Консорциум вузов
Юга России, Ростов-на-Дону, Российская Федерация
fet_mir@bk.ru

Вениамин Леонидович Кулик,
студент факультета менеджмента,
Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации,
Москва, Российская Федерация
venya.kulik@mail.ru

Предмет/тема. В связи с состоянием российской экономики проблема влияния ставки налога на прибыль организаций на инвестиционную деятельность становится крайне актуальной.

Цели/задачи. Исследуется влияние изменения ставки названного налога на эффективность инвестиций с целью обнаружения аномалий такого влияния.

Методология. Все расчеты произведены в рамках современной теории стоимости и структуры капитала Брусова–Филатовой–Ореховой и в рамках созданных авторами современных инвестиционных моделей. Рассмотрение ведется как с точки зрения владельцев собственного капитала, так и с позиций владельцев собственного и заемного капитала. В качестве ставки дисконтирования при анализе долгосрочных проектов используется стоимость собственного капитала либо средневзвешенная стоимость капитала, полученные Модильяни и Миллером, а при анализе проектов произвольной продолжительности – стоимости капитала, полученные в рамках теории Брусова–Филатовой–Ореховой.

Результаты. Показано, что как для долгосрочных проектов, так и для проектов с произвольным сроком с ростом ставки налога на прибыль организаций при некотором ее значении t^* меняется характер зависимости NPV (чистого дисконтированного дохода) от леввериджа L : происходит переход от убывающей функции $NPV(L)$ при $t < t^*$ к возрастающей функции $NPV(L)$ при $t > t^*$.

При больших значениях уровня леввериджа наблюдается качественно новый эффект: рост эффективности инвестиций с ростом ставки налога на прибыль организаций.

Наблюдающийся при высоких уровнях леввериджа (начиная с $L = 6$) рост NPV с ростом ставки налога на прибыль организаций t имеет место для всех значений ставки налога на прибыль организаций t , что означает, что этот абсолютно новый эффект в инвестициях может применяться в реальной экономической практике для оптимизации управления инвестициями.

Выводы/значимость. Сделан вывод о том, что обнаруженные качественно новые эффекты имеют большое теоретическое значение и могут привести к новым управленческим решениям при оптимизации инвестиций.

Ключевые слова: налоги, инвестиционные проекты произвольной продолжительности, эффективность инвестиционного проекта, уровень леввериджа

Введение

Негативное воздействие налогов на производство и инвестиции широко известно. Так, например, в работе авторов¹ показано, что повышение ставки налога на прибыль организаций, с одной стороны, приводит к снижению NPV (чистого дисконтированного дохода) проекта, а с другой – к уменьшению чувствительности эффективности инвестиционного

¹ Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П. и др. Можно ли повысить налоги и сохранить благоприятный инвестиционный климат в стране? // Финансы и кредит. 2014. № 45. С. 2–17.

проекта NPV к уровню леввериджа. Примеров позитивного влияния налогообложения на производство и инвестиции практически нет.

В данном исследовании получен ряд качественно новых результатов, свидетельствующих о том, что при некоторых условиях ужесточение налогообложения может позитивно сказаться на инвестициях. В рамках современной теории стоимости и структуры капитала Брусова–Филатовой–Ореховой (БФО) и созданных в рамках этой теории современных инвестиционных моделей исследовано влияние роста ставки налога на прибыль организаций на эффективность инвестиционных проектов. Показано, что как для долгосрочных проектов, так и для проектов с произвольным сроком с ростом ставки налога на прибыль организаций при некотором ее значении t^* меняется характер зависимости NPV от леввериджа: происходит переход от убывающей функции $NPV(L)$ при $t < t^*$ к возрастающей функции $NPV(L)$ при $t > t^*$. При этом величина t^* зависит от срока проекта, величин стоимостей капитала (собственного и заемного) и других характеристик проекта.

При больших значениях уровня леввериджа наблюдается качественно новый эффект в инвестициях: рост эффективности инвестиций с ростом ставки налога на прибыль организаций. Обнаруженные эффекты имеют место как при рассмотрении с точки зрения владельцев собственного и заемного капитала, так и при рассмотрении с точки зрения владельцев только собственного капитала.

Наблюдающийся при высоких уровнях леввериджа (начиная с $L = 6$) рост NPV с ростом ставки налога на прибыль организаций t имеет место для всех значений ставки налога на прибыль организаций t . Это означает, что данный абсолютно новый эффект может применяться в реальной экономической практике для оптимизации управления инвестициями.

Оценкой эффективности инвестиционных проектов занимались как отечественные [1–3, 6–9, 11], так и многочисленные зарубежные исследователи [4, 5, 10, 12–21], многие из них изучали влияние заемного финансирования на эффективность инвестиционных проектов. В настоящей работе будет исследовано комбинированное влияние уровня леввериджа и налогообложения (ставки налога на прибыль организаций) на эффективность инвестиционных проектов, при этом используются созданные авторами модели.

Зависимость NPV от уровня левериджа при фиксированной ставке налога на прибыль организаций

Рассмотрение названной зависимости с точки зрения владельцев только собственного капитала. В данном разделе представлены результаты исследования с разделением потоков. Операционные и финансовые потоки разделяются и дисконтируются по разным ставкам. Операционные – по ставке, равной стоимости собственного капитала k_e , зависящей от левериджа L , а кредитные – по ставке, равной стоимости заемного капитала k_d , которая вплоть до достаточно больших значений левериджа остается постоянной и начинает расти лишь при достаточно высоких значениях левериджа, когда возникает опасность банкротства. Рассмотрение ведется при постоянной величине инвестируемого капитала I .

В этом случае NPV описывается следующей формулой:

$$NPV = -\frac{I}{1+L} \left\{ 1 + L \left[(1-t) \left(1 - \frac{1}{(1+k_d)^n} \right) + \frac{1}{(1+k_d)^n} \right] \right\} + \frac{NOI(1-t)}{k_e} \left(1 - \frac{1}{(1+k_e)^n} \right),$$

где NPV – чистый приведенный доход;
 L – уровень левериджа;
 t – ставка налога на прибыль организаций;
 k_d – стоимость заемного капитала;
 n – срок проекта;
 NOI – чистый операционный доход (до выплаты налогов);
 k_e – стоимость собственного капитала.

С ее помощью вычислим зависимости NPV и ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t .

В первую очередь стоит исследовать **пятилетние проекты** (рис. 1 и 2).

При значении $t^*=0,5$ меняется характер зависимости NPV от левериджа: происходит переход от

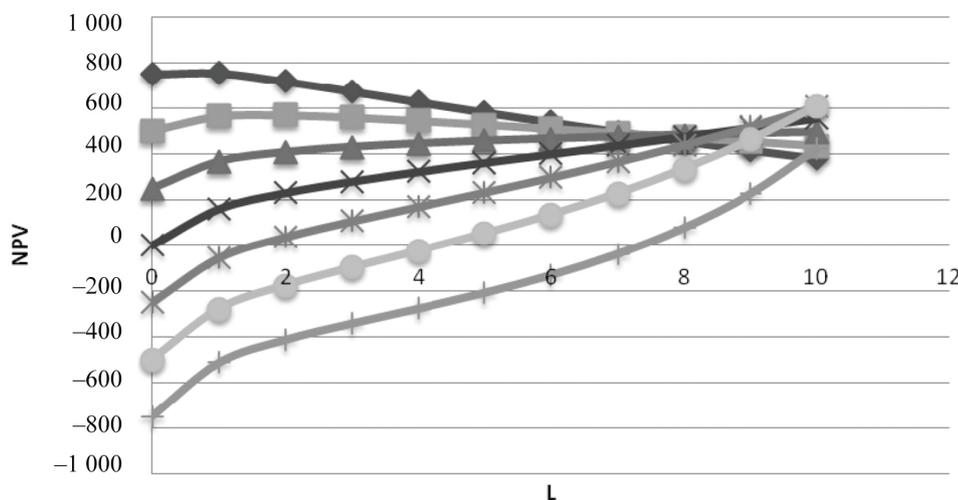


Рис. 1. Зависимость NPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для пятилетнего проекта

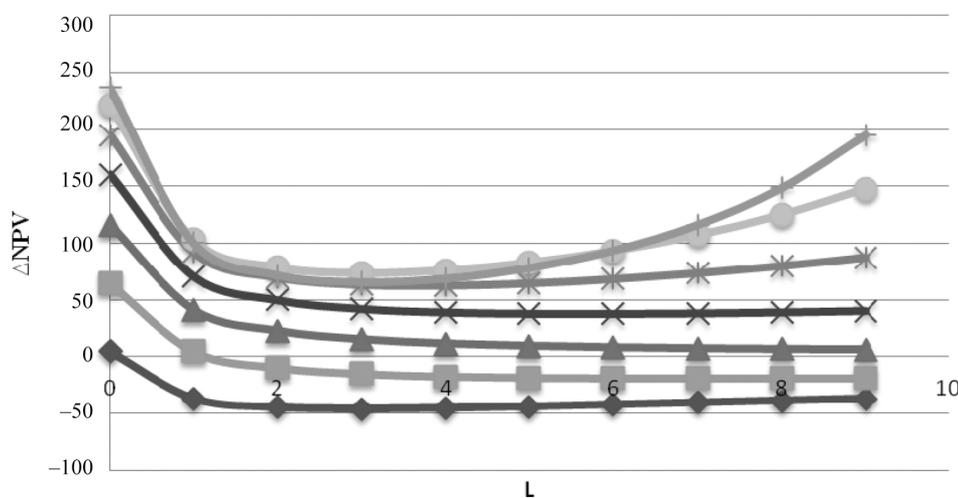


Рис. 2. Зависимость ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для пятилетнего проекта

убывающей функции $NPV(L)$ при $t < t^*$ к возрастающей функции $NPV(L)$ при $t > t^*$.

Необходимо также рассмотреть **десятилетние проекты** (рис. 3 и 4).

Перпетуитетный предел. В перпетуитетном пределе $n \rightarrow \infty$ (пределе Модильяни–Миллера) выражение для NPV имеет вид:

$$NPV = -S + \frac{NOI(1-t)}{k_e} - D(1-t),$$

где D – величина заемных средств.

Нужно исследовать это уравнение при постоянной величине общего инвестированного капитала I ($I = \text{const}$) с учетом того, что $D = \frac{IL}{1+L}$, $S = \frac{I}{1+L}$.

$$NPV = -\frac{I}{1+L}[1+L(1-t)] + \frac{NOI(1-t)}{k_e}; \quad (1)$$

$$NPV = -\frac{I}{1+L}[1+L(1-t)] + \frac{NOI(1-t)}{k_0 + (k_0 - k_d)L(1-t)}, \quad (2)$$

где $L = \frac{D}{S}$ – уровень левериджа;

S – величина собственных средств;

k_e – стоимость собственного капитала левериджной компании (использующей заемные средства для целей инвестирования);

k_0 – стоимость собственного капитала финансово независимой компании.

При переходе от уравнения (1) к (2) была использована зависимость стоимости собственного капитала от левериджа, полученная Модильяни и Миллером:

$$k_e = k_0 + (k_0 - k_d)L(1-t).$$

Для перпетуитетных проектов были получены определенные результаты (рис. 5 и 6).

Из рис. 5 и 6 видно, что с ростом ставки налога на прибыль организаций t убывающий тренд в зависимости NPV от уровня левериджа сменяется на растущий.

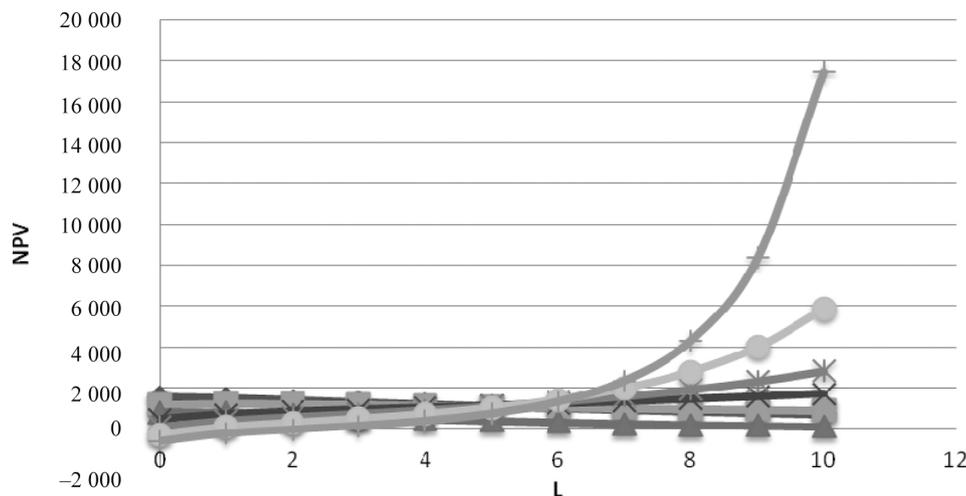


Рис. 3. Зависимость NPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для десятилетнего проекта

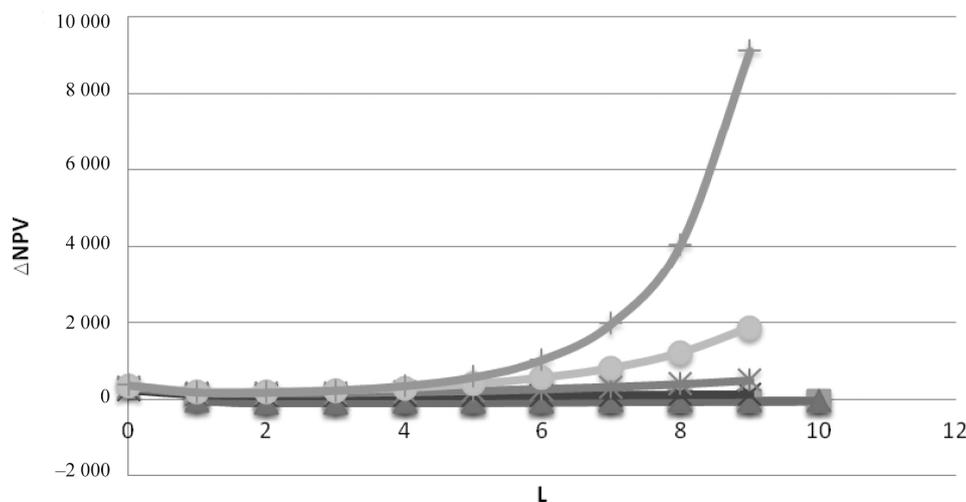


Рис. 4. Зависимость ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для десятилетнего проекта

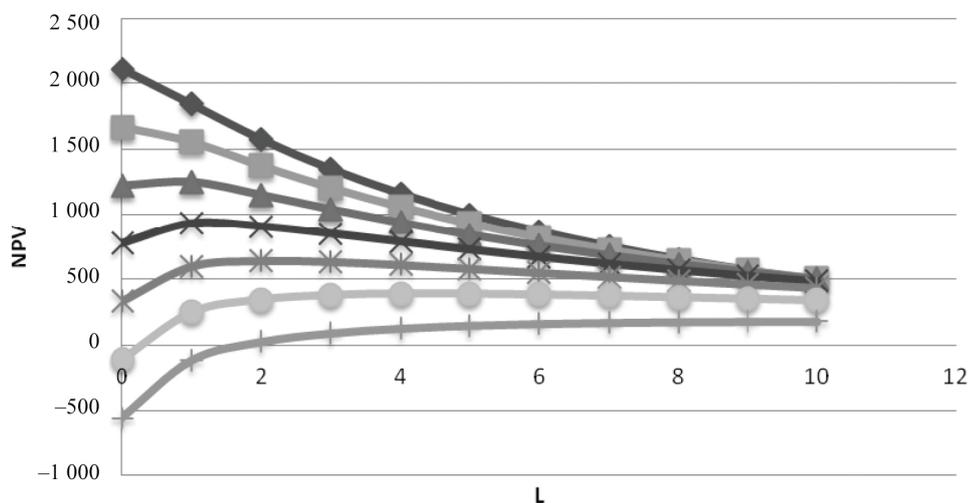


Рис. 5. Зависимость NPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для перпетуитетного проекта

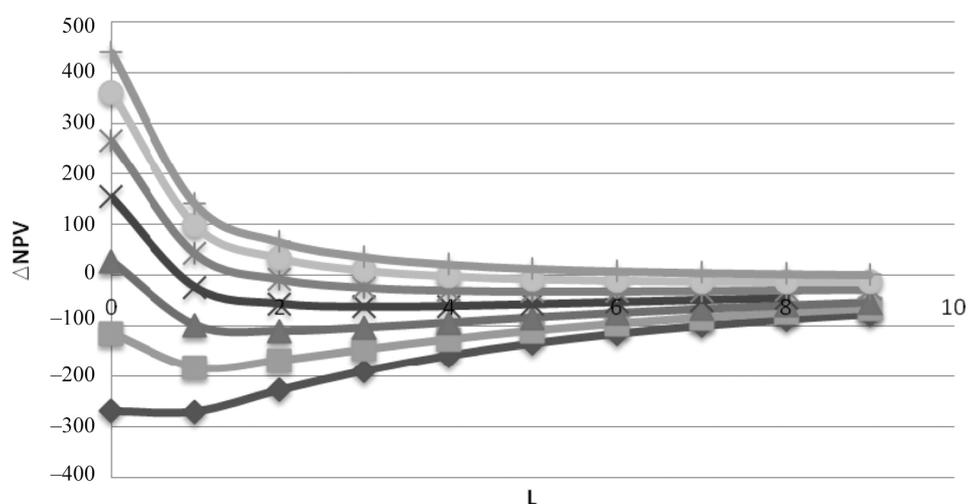


Рис. 6. Зависимость ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для перпетуитетного проекта

Эффективность инвестиций с позиций владельцев собственного и заемного капитала. В случае, когда речь идет не только о собственном капитале, необходимо применять следующее выражение для NPV:

$$NPV = -I \left\{ 1 - \frac{Lt}{1+L} \left[1 - \frac{1}{(1+k_d)^n} \right] \right\} + \frac{NOI(1-t)}{k_e} \left[1 - \frac{1}{(1+k_e)^n} \right]$$

С помощью данной формулы можно вычислить зависимости NPV и ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t .

Как это уже происходило в случае с использованием только собственного капитала, сначала будет приведена оценка для **пятилетних проектов** (рис. 7 и 8).

Также важно оценить результаты для **десятилетних проектов** (рис. 9 и 10).

Из рис. 9 и 10 видно, что с ростом ставки налога на прибыль организаций t убывающий тренд в зависимости NPV от уровня левериджа сменяется на растущий.

Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L

Не менее важно изучить и зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L .

Эффективность инвестиций с точки зрения владельцев собственного капитала. В этом случае также необходимо начать с оценки **пятилетних проектов** (рис. 11 и 12).

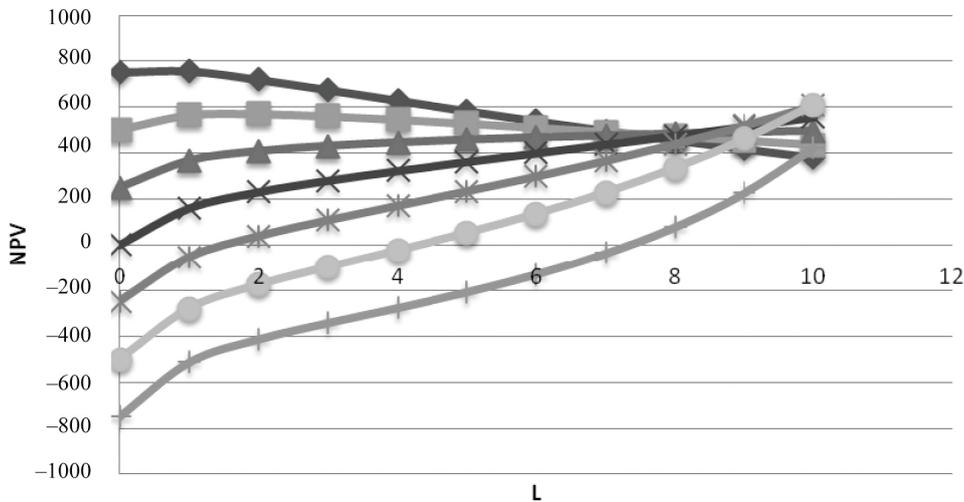


Рис. 7. Зависимость NPV от уровня левириджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для пятилетнего проекта

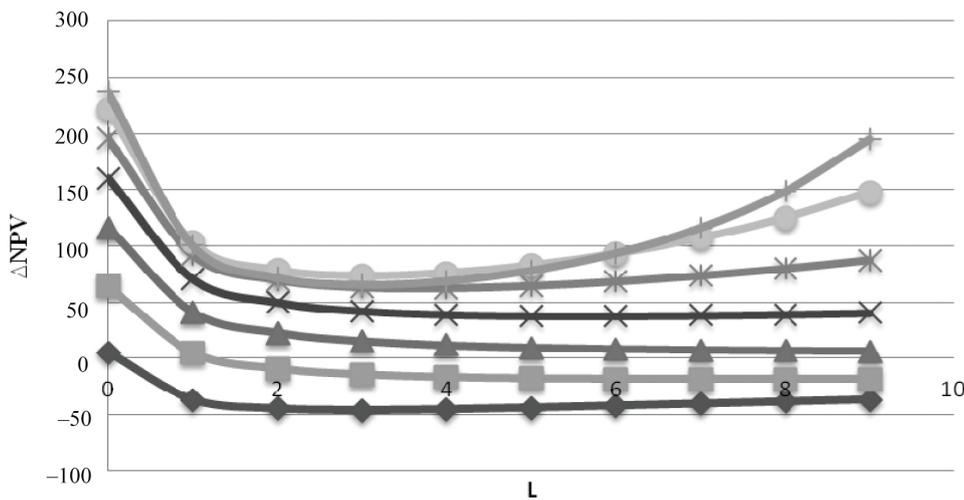


Рис. 8. Зависимость ΔNPV от уровня левириджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для пятилетнего проекта

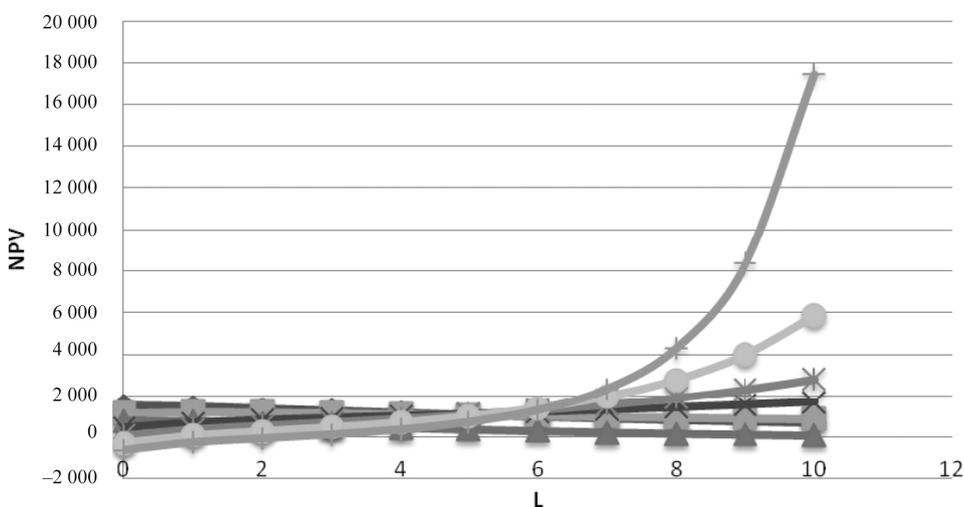


Рис. 9. Зависимость NPV от уровня левириджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для десятилетнего проекта

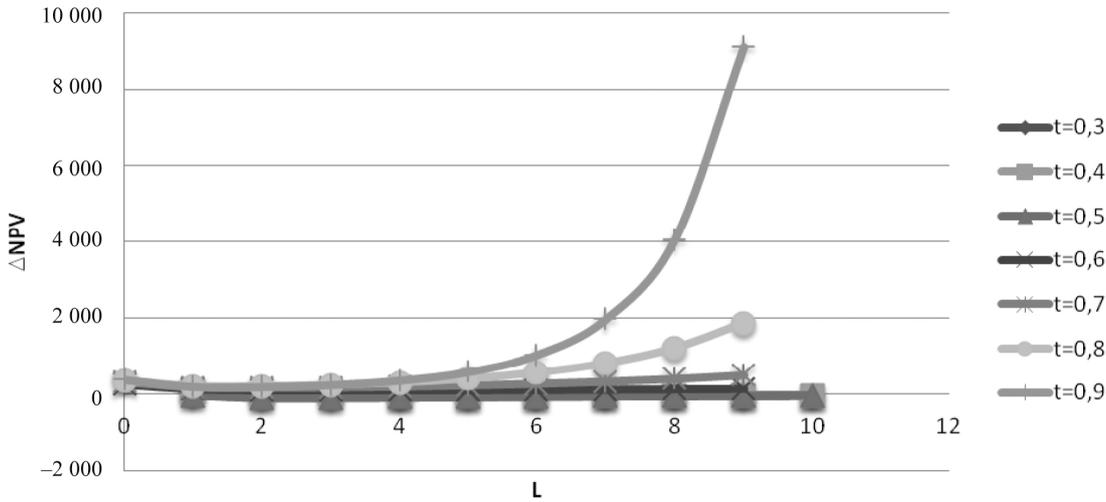


Рис. 10. Зависимость ΔNPV от уровня левериджа при фиксированных значениях ставки налога на прибыль организаций t для десятилетнего проекта

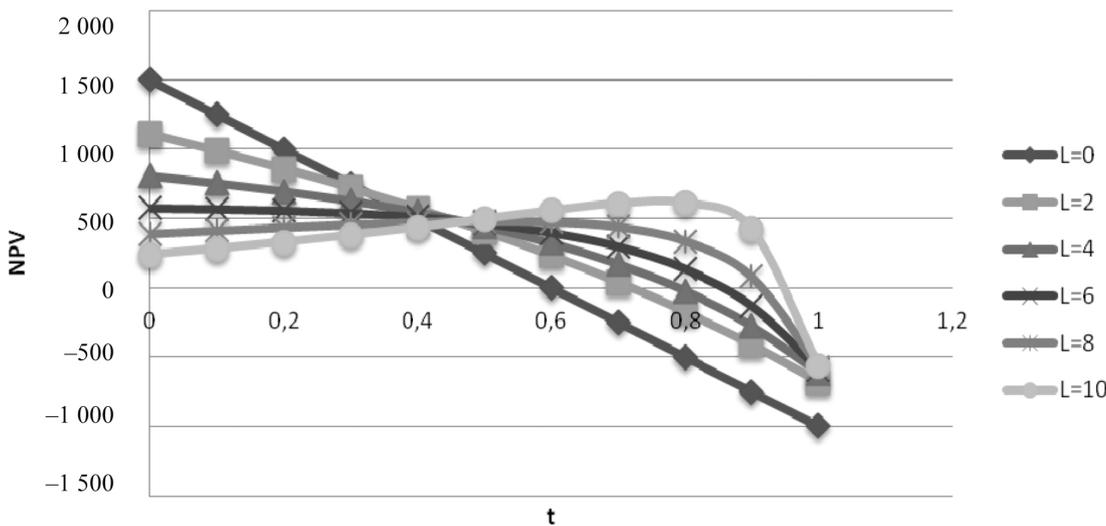


Рис. 11. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для пятилетнего проекта

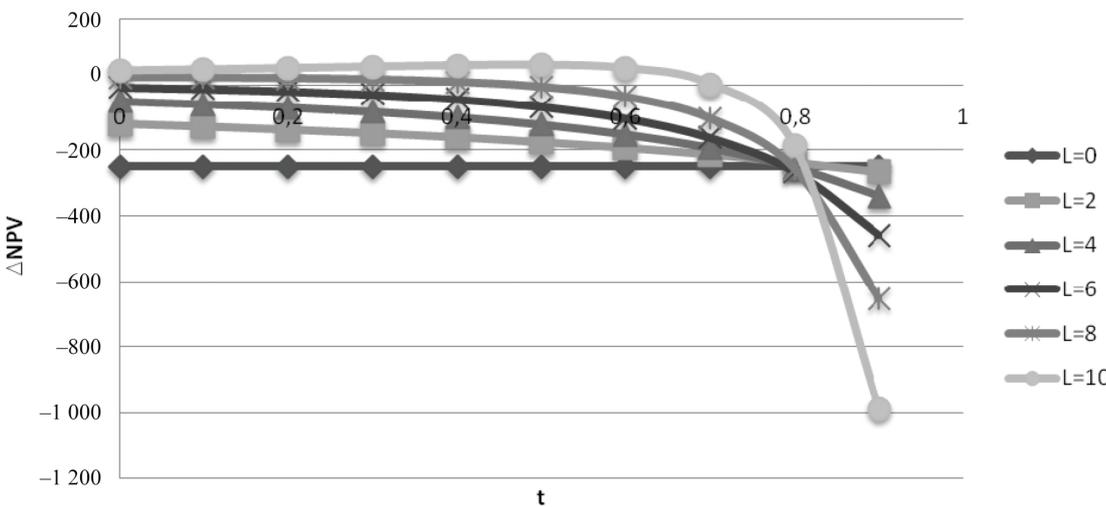


Рис. 12. Зависимость ΔNPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для пятилетнего проекта

Из рис. 11 и 12 видно, что при высоких уровнях левериджа наблюдается рост NPV с ростом ставки налога на прибыль организаций t . Это представляет собой абсолютно новый эффект в инвестициях.

Для десятилетних проектов также получены определенные результаты (рис. 13 и 14).

Из рис. 13 и 14 видно, что при высоких уровнях левериджа, как и для пятилетних проектов, наблюдается рост NPV с ростом ставки налога на прибыль организаций t . Это происходит при уровнях левериджа от $L = 6$, причем такая ситуация имеет место для всех значений ставки налога на прибыль организаций t , что означает, что этот абсолютно новый эффект в инвестициях может применяться в реальной экономической практике.

Перпетуитетный предел. Также в этом контексте необходимо рассмотреть результаты для перпетуитетных проектов (рис. 15).

Эффективность инвестиций с позиций владельцев собственного и заемного капитала. В первую очередь проанализируем **пятилетние проекты** (рис. 16 и 17).

Из рис. 16 и 17 видно, что с ростом уровня левериджа L убывающий тренд в зависимости NPV от ставки налога на прибыль организаций t меняется на растущий в диапазоне t от 0 до 60%–80%.

Следом необходимо обратиться к анализу **десятилетних проектов** (рис. 18–21).

Для лучшего понимания результатов рис. 18 важно рассмотреть представленные данные более детально (рис. 19).

Из рис. 19 видно, что падающий тренд при $L = 0, 2, 4$ сменяется растущим трендом при более высоких уровнях левериджа $L = 6, 8, 10$.

Для лучшего понимания результатов важно также рассмотреть представленные на рис. 20 данные более детально (рис. 21).

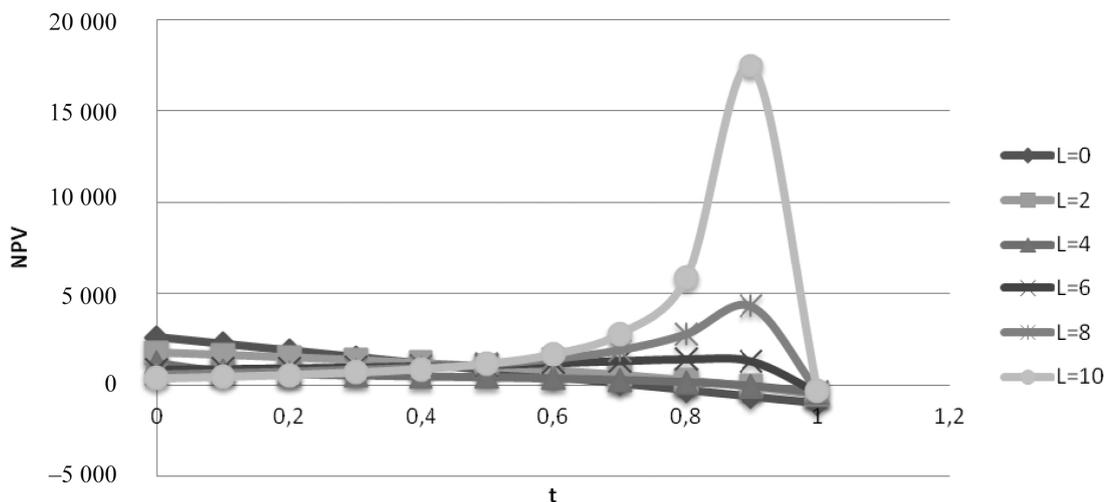


Рис. 13. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для десятилетнего проекта.

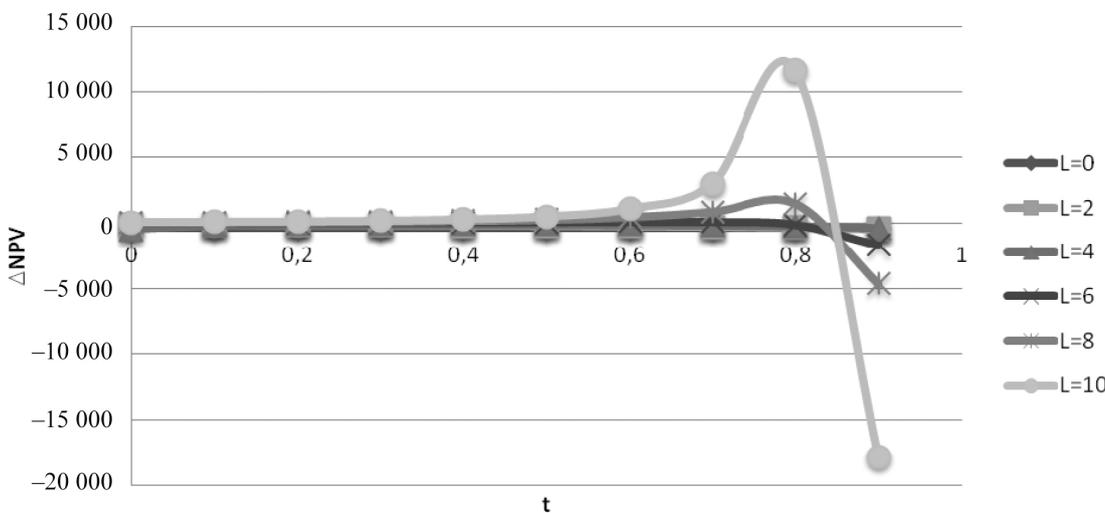


Рис. 14. Зависимость ΔNPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для десятилетнего проекта.

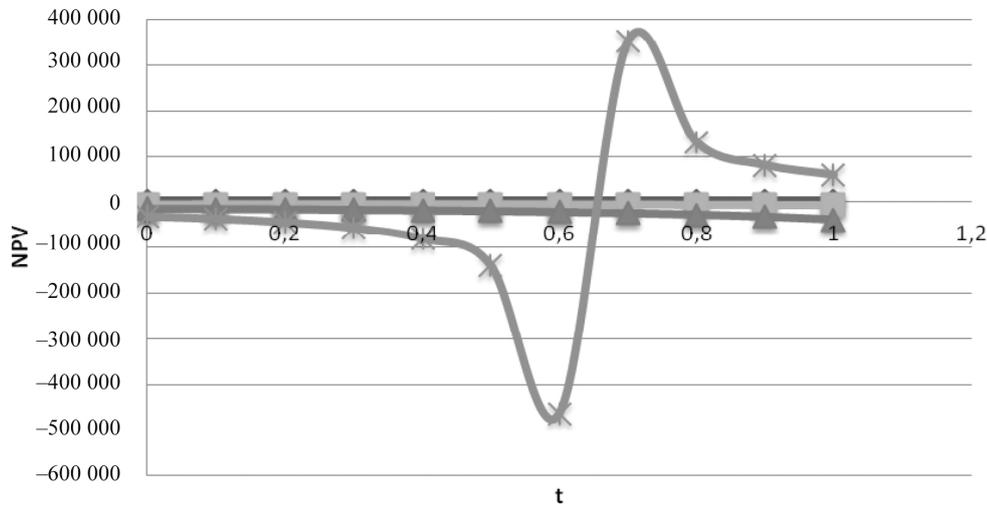


Рис. 15. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для perpetуитетного проекта.

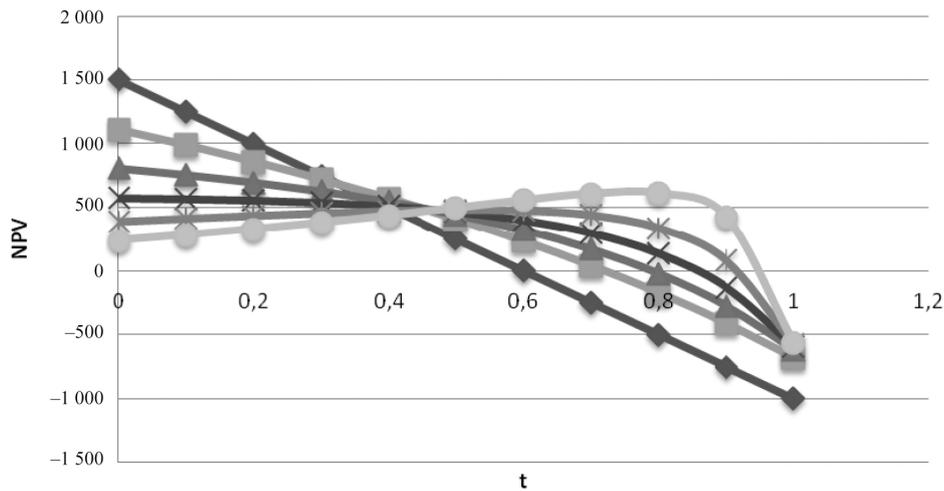


Рис. 16. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для пятилетнего проекта

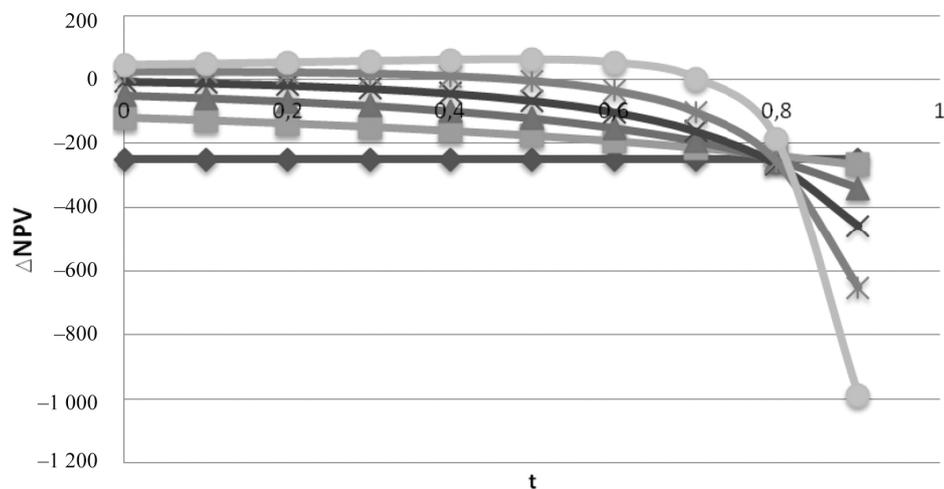


Рис. 17. Зависимость ΔNPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа для пятилетнего проекта

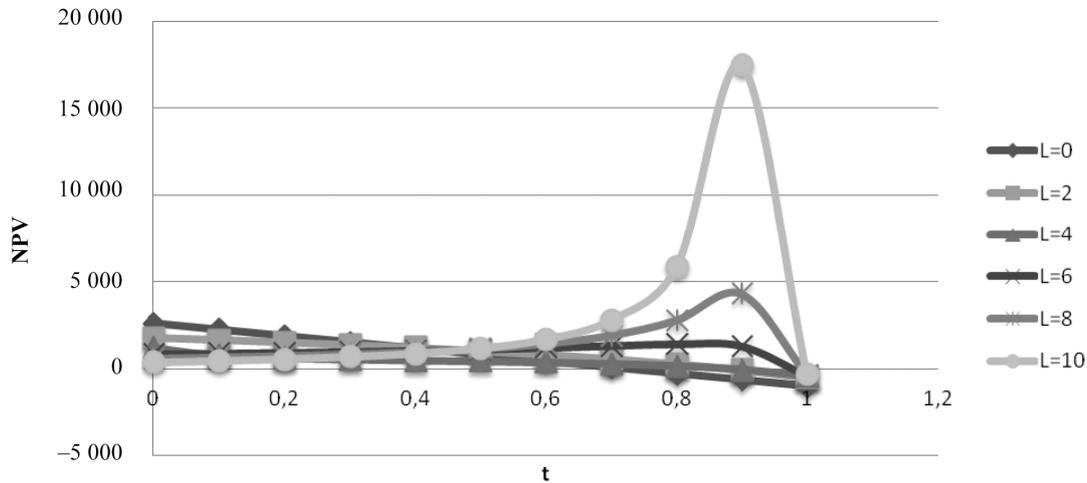


Рис. 18. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L для десятилетнего проекта

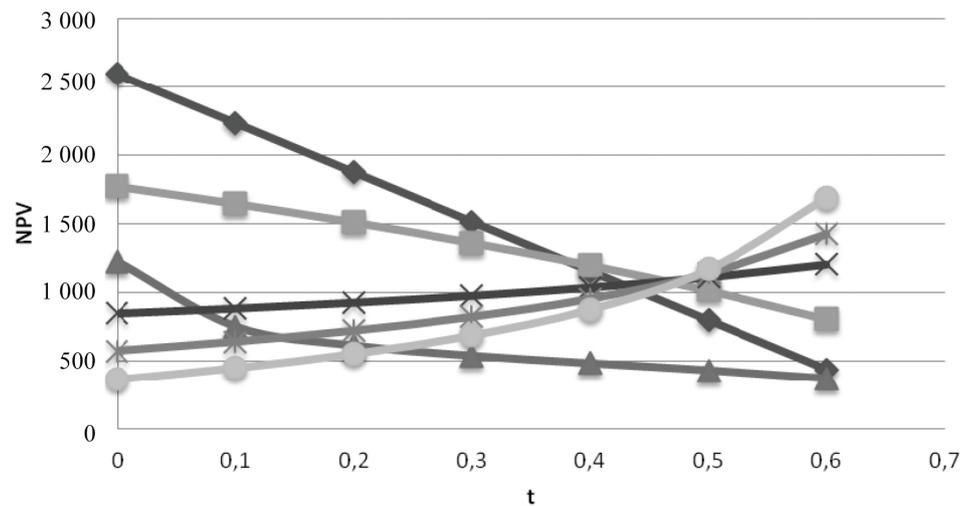


Рис. 19. Зависимость NPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L для десятилетнего проекта (более детально)

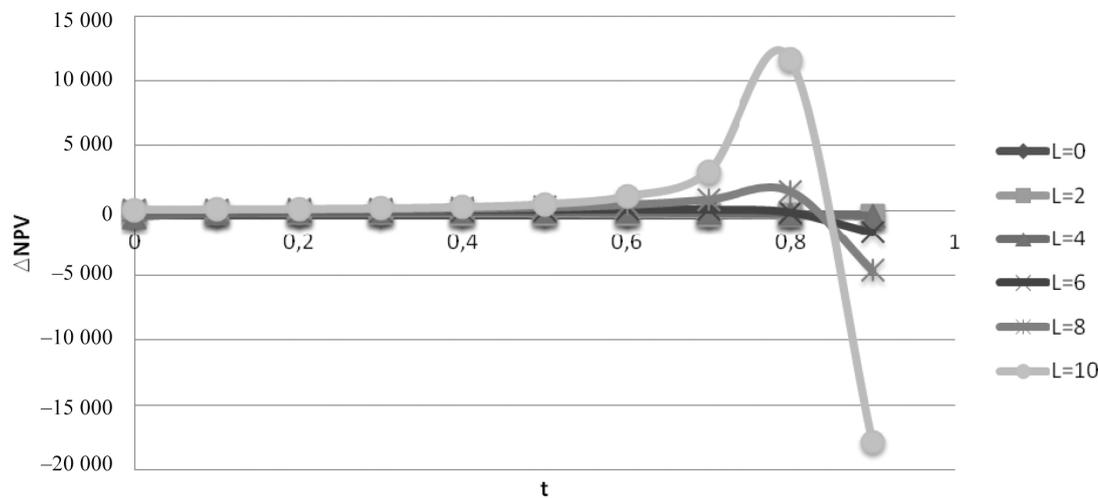


Рис. 20. Зависимость ΔNPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L для десятилетнего проекта

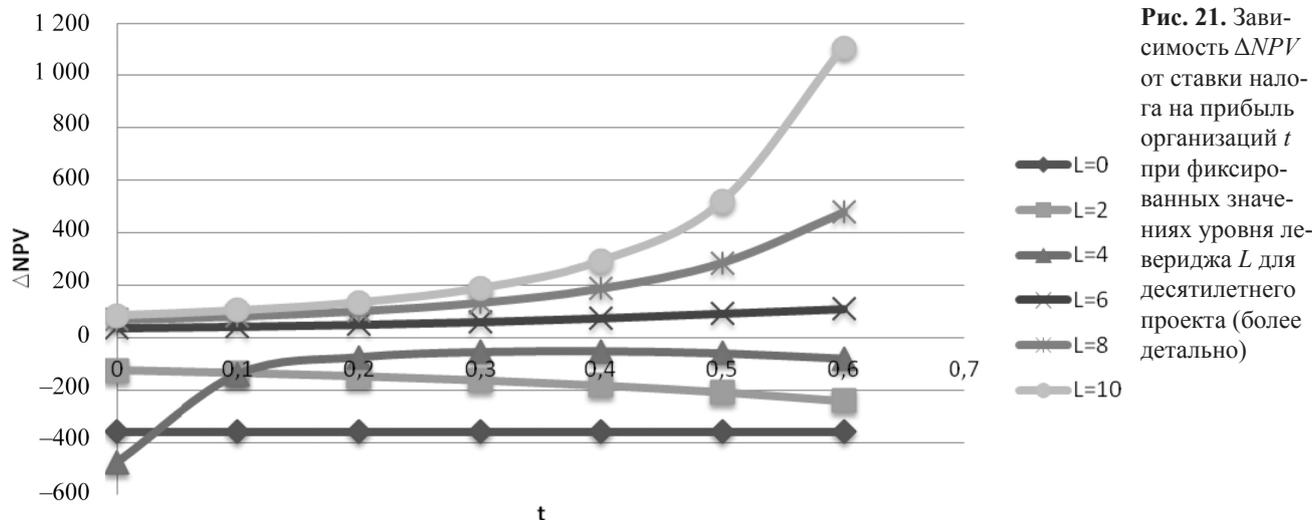


Рис. 21. Зависимость ΔNPV от ставки налога на прибыль организаций t при фиксированных значениях уровня левериджа L для десятилетнего проекта (более детально)

Из рис. 20 и 21 видно, что с ростом уровня левериджа L убывающий тренд в зависимости NPV от ставки налога на прибыль организаций t сменяется на растущий в диапазоне t от 0 до 80%.

Заключение

В рамках современной теории стоимости и структуры капитала Брусова–Филатовой–Ореховой и созданных в рамках этой теории современных инвестиционных моделей исследовано влияние роста ставки налога на прибыль организаций на эффективность инвестиционных проектов. Получен ряд качественно новых результатов, свидетельствующих о том, что при некоторых условиях ужесточение налогообложения может позитивно сказаться на инвестициях. Показано, что как для долгосрочных проектов, так и для проектов с произвольным сроком с ростом ставки налога на прибыль организаций при некотором ее значении t^* меняется характер зависимости NPV от левериджа: происходит переход от убывающей функции $NPV(L)$ при $t < t^*$ к возрастающей функции $NPV(L)$ при $t > t^*$. При этом величина t^* зависит от срока проекта, величин стоимостей капитала (собственного и заемного) и других характеристик проекта. Полученный результат означает, что при $t > t^*$ увеличение заимствований с целью инвестирования приводит к росту NPV и, соответственно, эффективности инвестиций в отличие от стандартной ситуации, когда рост уровня левериджа ведет к деградации NPV .

При больших значениях уровня левериджа наблюдается качественно новый эффект в инвестициях: рост эффективности инвестиций с ростом

ставки налога на прибыль организаций. Обнаруженные явления имеют место как при рассмотрении с точки зрения владельцев собственного и заемного капитала, так и при рассмотрении с точки зрения владельцев только собственного капитала.

Наблюдающийся при высоких уровнях левериджа (начиная с $L = 6$) рост NPV с ростом ставки налога на прибыль организаций t имеет место для всех значений ставки налога на прибыль организаций t , что означает, что *этот абсолютно новый эффект в инвестициях может применяться в реальной экономической практике для оптимизации управления инвестициями*.

Особое значение он может иметь в тех отраслях, где в силу специфики производства уровни левериджа могут достигать достаточно высоких значений, например для компаний телекоммуникационного сектора, добывающих отраслей и ряда других. Так, чистый скорректированный уровень левериджа ОАО «Роснефть» по денежным средствам от операционной деятельности (FFO) (по оценке рейтингового агентства Fitch) резко повысится и в 2015–2017 гг. будет колебаться в районе 3. При этом упомянутый уровень левериджа $L = 6$ (а реально, как видно из некоторых рисунков, например, рис. 19, граничным уровнем левериджа является $L = 5$), начиная с которого наблюдается *новый эффект в инвестициях*, может иметь и более низкие значения при иных параметрах инвестиционного проекта (стоимостей капитала, величины инвестиций I , NOI и др.), что увеличит практическую значимость эффекта. А его теоретическое значение высоко *a priori*.

Авторы неоднократно писали о важности использования заемного финансирования как в про-

изводстве, так и в инвестициях. Открытие данного эффекта подтверждает следующий тезис: государство должно создавать условия, при которых использование заемного финансирования будет выгодно компании, тогда и наступит время, когда выгода от повышения налогов будет обоюдно (и для государства, и для предпринимателя). Конечно, базовая ставка в 17% не только не способствует развитию бизнеса, но и убивает его. Так, авторами ранее уже было показано, что при ставке по кредиту более 10% происходит переход от роста NPV с ростом уровня левиреджа к убыванию NPV с левиреджем, из-за чего использование заемного финансирования становится невыгодным. Банку России необходимо как можно скорее вернуться к разумной базовой ставке.

Список литературы

1. Брусов П.Н., Филатова Т.В., Орехова Н.П. Современные корпоративные финансы и инвестиции: монография. М.: КноРус, 2013. 517 с.
2. Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. М.: Дело, 1998. 248 с.
3. Гибсон Р. Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками. М.: Альпина Паблицер, 2008. 276 с.
4. Гитман Л.Дж., Джонк М.Д., Смарт С.Б. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997. 1008 с.
5. Глазунов В.Н. Финансовый анализ и оценка риска реальных инвестиций. М.: Финстатинформ, 1997. 135 с.
6. Горохов Н.Ю., Малев В.В. Бизнес-планирование и инвестиционный анализ. М.: Филинь, 1998. 208 с.
7. Ендовицкий Д.А. Комплексный анализ и контроль инвестиционной деятельности. Методология и практика. М.: Финансы и статистика, 2001. 400 с.
8. Ковалев В.В. Методы оценки инвестиционных проектов. М.: Финансы и статистика, 2003. 144 с.
9. Крушвиц Л. Финансирование и инвестиции. Неоклассические основы теории финансов. СПб.: Питер, 2000. 400 с.
10. Крылов Э.И. Анализ эффективности инвестиционной и инновационной деятельности предприятия: учеб. пособие. М.: Финансы и статистика, 2003. 609 с.
11. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // *Journal of finance*. 2002. № 57. Vol. 1. P. 1–32.
12. Beattie V., Goodacre A., Thomson S. Corporate financing decisions: UK survey evidence // *Journal of business finance & accounting*. 2006. № 32. Vol. 9–10. P. 1402–1434.
13. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the behavior of others: conformity, fads, and informational cascades // *The journal of economic perspectives*. 1998. № 12. Vol. 3. P. 151–170.
14. Brennan M., Schwartz E. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure // *Journal of business*. 1978. № 51. P. 103–114.
15. Brusov P., Filatova T., Eskindarov M., Orekhova N., Brusova A. Influence of debt financing on the effectiveness of the finite duration investment project // *Applied financial economics*. 2011. № 22(13). P. 1043–1052.
16. Korajczyk R.A., Levy A. Capital structure choice: macroeconomic conditions and financial constraints // *Journal of financial economics*. 2002. № 279. P. 75–109.
17. Modigliani F., Miller M. The cost of capital, corporate finance and the theory of investment // *American economic review*. 1958. № 48. Vol. 3. P. 261–297.
18. Modigliani F., Miller M. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction // *American Economic Review*. 1963. № 53. Vol. 3. P. 433–443.
19. Modigliani F., Miller M. Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry 1954–1957 // *American Economic Review*. 1966. № 56. P. 333–391.
20. Myers S. The Capital Structure Puzzle // *Journal of Finance*. 1984. № 39. Vol. 3. P. 574–592.
21. Myers S., Majluf N. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // *Journal of financial economics*. 1984. № 13. Vol. 2. P. 187–222.

IS IT POSSIBLE TO INCREASE INVESTMENT EFFICIENCY
THROUGH INCREASING THE RATE OF CORPORATE PROFIT TAX?

Petr N. BRUSOV,
Tat'yana V. FILATOVA,
Natal'ya P. OREKHOVA,
Veniamin L. KULIK

Abstract

Importance The current condition of the Russian economy enhances the relevance of the issue of corporate profit tax impact on a company's investment activity.

Objectives The paper examines the effect of changes in the rate of corporate profit tax on investment efficiency, and aims at detecting the anomalies of the influence.

Methods We made all calculations within the modern theory of capital cost and capital structure developed by Brusov, Filatova, and Orekhova, and under our unique modern investment models. We consider the matter from the viewpoint of equity capital owners, and equity and debt capital owners. In the analysis of long-term projects, we use equity value or WACC calculated by Modigliani and Miller, as a discount rate. When analyzing projects with arbitrary duration, the discount rate is the cost of capital obtained under the Brusov – Filatova – Orekhova theory.

Results We show that in both cases, i.e. in long-term projects and projects with optional duration, an increase in the rate of corporate profit tax changes the nature of the *NPV* dependence on leverage at some value of t^* : there is a transition from the decreasing function *NPV(L)*, when $t < t^*$, to the increasing function *NPV(L)*, when $t > t^*$. At higher leverage levels, we observe a qualitatively new effect in investments, i.e. the growth of investment efficiency as the rate of corporate profit tax goes up.

Conclusions and Relevance The discovered qualitatively new effects in investments are very important from a theoretical viewpoint, and may lead to qualitatively new managerial decisions on investment optimization.

Keywords: taxes, investment project, arbitrary duration, effectiveness, leverage level

References

1. Brusov P.N., Filatova T.V., Orekhova N.P. *Sovremennye korporativnye finansy i investitsii: monografiya*

[Modern corporate finance and investment: a monograph]. Moscow, KnoRus Publ., 2013, 517 p.

2. Vilenskii P.L., Livshits V.N., Smolyak S.A. *Otsenka effektivnosti investitsionnykh proektov* [Evaluation of investment projects' effectiveness]. Moscow, Delo Publ., 1998, 248 p.

3. Gibson R. *Formirovanie investitsionnogo portfelya: upravlenie finansovymi riskami* [Asset Allocation: Balancing Financial Risk]. Moscow, Al'pina Publisher Publ., 2008, 276 p.

4. Gitman L.J., Joehnk M.D., Smart S.B. *Osnovy investirovaniya* [Fundamentals of Investing]. Moscow, Delo Publ., 1997, 1008 p.

5. Glazunov V.N. *Finansovyi analiz i otsenka riska real'nykh investitsii* [Financial analysis and real investment risk assessment]. Moscow, Finstatinform Publ., 1997, 135 p.

6. Gorokhov N.Yu., Malev V.V. *Biznes-planirovanie i investitsionnyi analiz* [Business planning and investment analysis]. Moscow, Filin" Publ., 1998, 208 p.

7. Endovitskii D.A. *Kompleksnyi analiz i kontrol' investitsionnoi deyatel'nosti. Metodologiya i praktika* [A complex analysis and control of investment activities. Methodology and practice]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2001, 400 p.

8. Kovalev V.V. *Metody otsenki investitsionnykh proektov* [Methods of investment project evaluation]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2003, 144 p.

9. Kruschwitz L. *Finansirovanie i investitsii. Neoklassicheskie osnovy teorii finansov* [Finanzierung und Investition]. St. Petersburg, Piter Publ., 2000, 400 p.

10. Krylov E.I. *Analiz effektivnosti investitsionnoi innovatsionnoi deyatel'nosti predpriyatiya* [Analysis of company's investment and innovative activity effectiveness]. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2003, 609 p.

11. Baker M., Wurgler J. Market Timing and Capital Structure. *Journal of Finance*, 2002, vol. 1, no. 57, pp. 1–32.

12. Beattie V., Goodacre A., Thomson S. Corporate

financing decisions: UK survey evidence. *Journal of Business Finance & Accounting*, 2006, vol. 9-10, no. 32, pp. 1402–1434.

13. Bikhchandani S., Hirshleifer D., Welch I. Learning from the behavior of others: conformity, fads, and informational cascades. *The Journal of Economic Perspectives*, 1998, vol. 3, no. 12, pp. 151–170.

14. Brennan M., Schwartz E. Corporate income taxes, valuation, and the problem of optimal capital structure. *Journal of Business*, 1978, no. 51, pp. 103–114.

15. Brusov P.N., Filatova T., Eskindarov M., Orehova N., Brusov P.P., Brusova A. Influence of debt financing on the effectiveness of the finite duration investment project. *Applied Financial Economics*, 2011, no. 22, pp. 1043–1052.

16. Korajczyk R.A., Levy A. Capital Structure Choice: Macroeconomic Conditions and Financial Constraints. *Journal of Financial Economics*, 2002, no. 279, pp. 75–109.

17. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment. *American Economic Review*, 1958, vol. 48, no. 3, pp. 261–297.

18. Modigliani F., Miller M. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *American Economic Review*, 1963, vol. 53, no. 3, pp. 433–443.

19. Modigliani F., Miller M. Some Estimates of the Cost of Capital to the Electric Utility Industry

1954–1957. *American Economic Review*, 1966, no. 56, pp. 333–391.

20. Myers S.C. The Capital Structure Puzzle. *Journal of Finance*, 1984, vol. 39, no. 3, pp. 574–592.

21. Myers S.C., Majluf N.S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics*, 1984, vol. 13, no. 2, pp. 187–222.

Petr N. BRUSOV

Financial University under Government
of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
pnb1983@yahoo.com

Tat'yana V. FILATOVA

Financial University under Government
of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
mfilatova@fa.ru

Natal'ya P. OREKHOVA

Universities Research Consortium in Russian South,
Rostov-on-Don, Russian Federation
Natali_Orehova@Bk.Ru

Veniamin L. KULIK

Financial University under Government
of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
venya.kulik@mail.ru