

**Брусов П.Н.**

Современные корпоративные финансы и инвестиции : монография / П.Н. Брусов, Т.В. Филатова, Н.П. Орехова. — 2-е изд., стер. — М.: КНОРУС, 2015. -518 с.

# ОГЛАВЛЕНИЕ

## КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

<b>Капитал компании.....</b>	<b>17</b>
1.1. Стоимость капитала.....	17
1.2. Методы оценки стоимости акций, облигации, компаний.....	20
1.2.1. Методы дисконтирования.....	20
1.2.2. Методы оценки стоимости компании (бизнеса).....	22
1.2.3. Принципы оценки стоимости компании.....	25
1.3. Метод капитализации.....	29
1.4. Сравнительные методы оценки.....	30
1.5. Затратный метод оценки.....	34
1.6. Сравнительный анализ трех основных методов оценки стоимости предприятия.....	38
1.7. Взвешенная оценка стоимости бизнеса.....	42
1.8. Оценка стоимости предприятия, компании (бизнеса) с использованием интегрального критерия качества ....	43
1.9. Метод анализа иерархий (МАИ).....	48
1.10. Модели ценообразования.....	56
1.10.1. Модель <i>САРМ</i> .....	56
1.10.2. Вывод модели оценки финансовых активов { <i>САРМ</i> }.....	58
1.10.3. Факторные модели и модель <i>АРТ</i> .....	62
1.10.4. Факторные модели.....	62
1.10.5. Арбитражная теория оценки стоимости <i>АРТ</i> ....	65
1.10.6. Сравнение моделей <i>АРТ</i> и <i>САРМ</i> .....	68
1.10.7. Модель Ольсона { <i>ЕВО</i> }.....	69
1.10.8. Модель экономической добавленной стоимости ( <i>ЕУА</i> ).....	70

1.11.	Определение компонентных стоимостей капитала.....	71
1.12.	Сравнение стоимости собственного и заемного капитала.....	72
1.13.	Стоимость собственного капитала.....	73
1.13.1.	Модели определения стоимости собственного обыкновенного капитала.....	73
1.13.2.	Стоимость капитала, связанного с привилегированными акциями.....	75
1.13.3.	Стоимость капитала, связанного с обыкновенными акциями.....	76
1.14.	Стоимость нераспределенной прибыли.....	77
1.15.	Стоимость вновь выпущенных обыкновенных акций....	78
1.16.	Стоимость заемного капитала.....	80
1.16.1.	Стоимость кредитов.....	80
1.16.2.	Стоимость облигаций как источника финансирования.....	82
1.16.3.	Облигации.....	82
1.16.4.	Стоимость кредиторской задолженности.....	90
1.16.5.	Стоимость капитала, привлекаемого за счет использования финансового лизинга.....	91
1.17.	Определение средневзвешенной стоимости капитала.....	91
1.18.	Предельная стоимость капитала.....	92
	<b>Структура капитала. Теория Модильяни-Миллера.....</b>	<b>94</b>
2.1.	Традиционный подход.....	94
2.2.	Теория Модильяни-Миллера.....	95
2.2.1.	Основные предположения теории Модильяни-Миллера.....	95
2.2.2.	Теория Модильяни-Миллера в отсутствие налогов.....	98
2.3.	Модификации теории Модильяни-Миллера.....	101
2.3.1.	Налог на прибыль корпорации.....	101
2.3.3.	Учет рыночного риска: модель Хамады.....	104

2.3.4.	Стоимость капитала при рискованных заемных средствах.....	106
2.3.5.	Учет корпоративных и индивидуальных налогов (модель Миллера).....	107
2.3.6.	Возможность банкротства.....	112
2.3.7.	Транзакционные издержки.....	112
2.3.8.	Неравные возможности и нерациональное поведение инвесторов.....	113
2.4.	Классификация и краткая характеристика теорий структуры капитала компании.....	116
2.4.1.	Традиционная теория.....	117
2.4.2.	Теория Модильяни-Миллера.....	118
2.4.3.	Теория Брусова-Филатовой-Ореховой (БФО)....	120
2.4.4.	Теория компромисса.....	121
2.4.5.	Несовершенные рынки.....	124
2.4.6.	Классификации теорий структуры капитала . . .	134
2.5.	Оценка влияния финансовой структуры капитала на рентабельность компании.....	141
2.5.1.	Предельная эффективность капитала.....	141
2.5.2.	Модель I эффекта финансового рычага.....	142
2.5.3.	Модель II эффекта финансового рычага.....	147

**Современная теория стоимости и структуры капитала Брусова-Филатовой-Ореховой.....150**

3.1.	Уравнение Брусова-Филатовой-Ореховой.....	150
3.1.1.	Алгоритм нахождения $\backslash UA CC$ в случае компании с произвольным временем жизни.....	153
3.1.2.	Сравнение результатов Модильяни-Миллера (перпетуитетная компания), Майерса (одногодичная компания) и Брусова-Филатовой-Ореховой (компания с произвольным временем жизни).....	153
3.2.	От Модильяни-Миллера к общей теории стоимости капитала компании. Сравнение компаний с различным временем жизни.....	158
3.2.1.	Случай отсутствия корпоративных налогов . . .	158
3.2.2.	Случай наличия корпоративных налогов.....	161

3.2.3.	Налоговый щит.....	164
3.2.4.	Сравнение результатов теории Модильяни-Миллера и теории Брусова-Филатовой-Ореховой.....	165
<b>Глава 4.</b>	<b>Существует ли оптимальная структура капитала в известной «теории компромисса»?.....</b>	<b>168</b>
4.1.	Традиционный подход.....	169
4.2.	Теория Модильяни-Миллера.....	169
4.2.1.	Теория Модильяни-Миллера в отсутствие налогов.....	169
4.2.2.	Теория Модильяни-Миллера с учетом налога на прибыль.....	170
4.3.	Теория компромисса.....	170
4.4.	Анализ теории компромисса с помощью теории Брусова-Филатовой-Ореховой.....	172
4.5.	Причины отсутствия оптимальной структуры капитала в «теории компромисса».....	183
<b>Глава 5.</b>	<b>Сравнение трех методов оценки средневзвешенной стоимости капитала компании и стоимости собственного капитала.....</b>	<b>193</b>
5.1.	Стоимость собственного и заемного капитала компании, уровень лeverиджа.....	195
5.2.	Средневзвешенная стоимость капитала компании в традиционном подходе.....	196
5.3.	Определение $k_D$ .....	197
5.4.	Средневзвешенная стоимость капитала компании в теории Модильяни-Миллера.....	199
5.5.	Налоговый щит.....	200
5.6.	Средневзвешенная стоимость капитала компании в рамках реалистической модели.....	202
5.7.	Стоимость собственных средств.....	205
5.8.	Заключение.....	207

<b>глава 6. Роль оценки финансовых показателей деятельности компании в снижении вероятности финансового кризиса.....</b>	<b>210</b>
6.1. Стоимость капитала компании.....	211
6.2. Капитализация компании.....	213
6.3. Снижение кредитного рейтинга США.....	214
6.4. Система оценки основных финансовых параметров....	216
<b>6.5. Необходимость модификация существующей системы оценки основных финансовых параметров....</b>	<b>216</b>
6.6. Причины глобального финансового кризиса 2008 г. ....	223
6.7. Сравнительный анализ оценок.....	224
6.8. Заключение.....	224
<b>глава 7. Роль налогов и леввериджа в оценке стоимости капитала и капитализации компании.....</b>	<b>226</b>
7.1. Теории Модильяни-Миллера и Брусова Филатовой-Ореховой в отсутствие налогов.....	227
7.2. Теорема Брусова-Филатовой.....	229
7.3. Учет налога на прибыль корпораций.....	230
7.4. Роль налогов в теории Модильяни-Миллера.....	231
7.5. Роль налогов в теории Брусова-Филатовой-Ореховой....	235
7.5.1. Средневзвешенная стоимость капитала компании ЖАСС.....	237
7.5.2. Стоимость собственного капитала компании $\kappa_e$ ..	240
7.5.3. Зависимость $\mathcal{M}ACC$ и $\kappa_e$ от срока жизни компании.....	244
<b>глава 8. Влияние инфляции на стоимость капитала компании и ее капитализацию.....</b>	<b>250</b>
8.1. Учет инфляции в теории Модильяни-Миллера в отсутствие налогов.....	251
8.2. Учет инфляции в теории Модильяни-Миллера при наличии налогов.....	256
8.2.1. Учет инфляции.....	256

8.3.	Теория Брусова-Филатовой-Ореховой.....	259
8.3.1.	Теорема Брусова-Филатовой.....	259
8.3.2.	Обобщенная теорема Брусова-Филатовой.....	259
8.4.	Обобщение формулы Брусова-Филатовой-Ореховой на случай наличия инфляции.....	260
8.5.	Неравномерная инфляция.....	269
<b>Глава 9.</b>	<b>Аномальная зависимость стоимости собственного капитала компании от левериджа.....</b>	<b>271</b>
9.1.	Стоимость собственного капитала в теории Модильяни-Миллера.....	272
9.2.	Стоимость собственного капитала в теории Брусова-Филатовой-Ореховой.....	276
9.2.1.	Зависимость стоимости собственного капитала $\kappa_e$ компании от ставки налога на прибыль $T$ при различных фиксированных уровнях левериджа $\beta$ .....	278
9.2.2.	Зависимость стоимости собственного капитала компании $\kappa_e$ от уровня левериджа (доли заемного капитала $m'_{(l)}$ ) при фиксированной ставке налога на прибыль $T$ .....	280
9.3.	Зависимость $T$ от параметров $n$ , $\kappa_\theta$ , $\kappa_e$ компании.....	283
9.4.	Практическое значение эффекта.....	288
<b>Глава 10.</b>	<b>Современный подход к дивидендной политике компании... 291</b>	
10.1.	Существующие теории дивидендной политики компании.....	292
10.1.1.	Теория иррелевантности дивидендов.....	294
10.1.2.	Анализ эмпирической формулы Уолтера (без учета налогообложения).....	294
10.1.3.	Предпочтительность дивидендов (теория «синицы в руках»).....	297
10.1.4.	Теория налоговой дифференциации.....	297
10.1.5.	Анализ эмпирической формулы Уолтера (с учетом налогообложения).....	298
10.1.6.	Сигнальная теория дивидендов.....	303

10.2. Стоимость собственного капитала в теории Модильяни-Миллера.....	303
10.3. Стоимость собственного капитала в теории Брусова-Филатовой-Ореховой.....	307
10.4. Выводы.....	311

**Глава 11. Однолетние компании: анализ и особенности финансовой деятельности..... 315**

11.1. Средневзвешенная стоимость капитала для одногодичной компании.....	316
11.2. Стоимость собственного капитала для одногодичной компании.....	319
11.2.1. Зависимость стоимости собственного капитала от ставки налога на прибыль $T$ .....	319
11.2.2. Зависимость стоимости собственного капитала компании $\kappa_e$ от уровня лсвериджа при различных значениях ставки налога на прибыль...	323
11.3. Отсутствие аномального эффекта Брусова-Филатовой-Ореховой в случае одногодичной компании.....	325

## ИНВЕСТИЦИИ

<b>Глава 12. Инвестиции.....</b>	<b>328</b>
12.1. Инвестиции.....	328
12.1.1. Основные понятия.....	328
12.1.2. Отношения, регулируемые Федеральным законом № 39-ФЗ.....	329
12.1.3. Объекты капитальных вложений.....	330
12.1.4. Субъекты инвестиционной деятельности, осуществляемой в форме капитальных вложений.....	330
12.1.5. Государственное регулирование инвестиционной деятельности.....	331
12.1.6. Порядок принятия решений об осуществлении государственных капитальных вложений.....	334



12.1.7. Проверка эффективности инвестиционных проектов.....	336
12.1.8. Виды и типы инвестиций.....	337
12.2. Оценка эффективности инвестиционных проектов . . .	337
12.2.1. Срок окупаемости инвестиций.....	338
12.2.2. Дисконтированный срок окупаемости инвестиционного проекта ( <i>йксounЫ PayБаск PегЫ— OPP</i> ).....	339
12.2.3. Коэффициент эффективности инвестиций . . . . .	340
12.2.4. Чистая текущая стоимость, <i>ЫРУ</i> .....	341
12.2.5. Индекс доходности (рентабельности) инвестиций.....	342
12.2.6. Внутренняя норма доходности проекта.....	343
12.2.7. <i>МШК</i> , модифицированная внутренняя норма доходности (рентабельности).....	345
12.3. Сравнение показателей эффективности инвестиционного проекта.....	348
12.4. Сравнение инвестиционных проектов различной продолжительности.....	351
12.4.1. Метод цепного повтора в рамках общего срока действия проектов.....	352
12.4.2. Метод бесконечного цепного повтора проектов...	355
12.4.3. Метод эквивалентного аннуитета.....	356
12.5. Формирование инвестиционного портфеля.....	358
12.5.1. Формирование инвестиционного портфеля с точки зрения стоимости инвестиционных ресурсов....	358
12.5.2. Формирование инвестиционного портфеля в условиях ограниченности объема инвестиционных ресурсов.....	359
12.6. Активное и пассивное управление портфелем ценных бумаг.....	361
<b>. Влияние структуры капитала на эффективность инвестиционного проекта.....</b>	<b>365</b>
13.1. Формула Модильяни-Миллера.....	367
13.2. Средневзвешенная стоимость капитала ( <i>ШСС</i> ).....	369

13.3. Метод скорректированной текущей стоимости (Adjusted Present Value).....	370
13.4. Методы Tax Shield и EcuHu.....	371
13.4.1. Обычный метод WACC.....	372
13.4.2. Метод налогового щита (Tax Shield).....	372
13.4.3. Метод EcuHu.....	372
13.5. Зависимость <b>БРУ</b> от заемного финансирования.....	374
13.5.1. Два основных метода нахождения <b>И Р У</b> .....	374
13.5.2. Исходные предположения.....	376
13.5.3. Эффективность проекта для владельцев собственного капитала.....	377
13.5.4. Приближение Модильяни-Миллера (проекты бесконечной продолжительности).....	387
13.6. Эффективность проекта для владельцев собственного и заемного капитала.....	392
13.6.1. С разделением потоков.....	392
13.6.2. Без разделения потоков.....	396
13.6.3. Приближение Модильяни-Миллера.....	401
13.6.4. Заключение.....	406

<b>Глава 14. Анализ эффективности инвестиционных проектов для владельцев собственного капитала в приближении Модильяни-Миллера.....</b>	<b>407</b>
---	------------

<b>Глава 15. Исследование эффективности инвестиционных проектов для владельцев собственного и заемного капитала (приближение Модильяни-Миллера).....</b>	<b>432</b>
--	------------

<b>Глава 16. Оптимизация структуры инвестиций компании телекоммуникационного сектора.....</b>	<b>455</b>
---	------------

<b>Глава 17. Учет факторов риска и неопределенности.....</b>	<b>471</b>
17.1. Риск и неопределенность.....	471
17.2. Методы учета риска и неопределенности.....	472
17.2.1. Анализ чувствительности проекта.....	473
17.2.2. Методы проверки устойчивости проекта.....	476

17.2.3. Метод измерения денежного потока (анализ вероятностей).....	477
17.2.4. Корректировка параметров проекта.....	478
17.2.5. Методы формализованного описания неопределенности (ожидаемая ценность).....	478
17.2.6. Метод расчета поправки на риск нормы дисконта.....	482
17.3. Способы снижения уровня риска.....	483
<b>Глава 18. Влияние инфляции на эффективность инвестиционного проекта.....</b>	<b>485</b>
18.1. Введение.....	485
18.2. Показатели инфляции, их влияние на параметры инвестиционного проекта.....	488
18.2.1. Влияние инфляции на ставку процента.....	488
18.2.2. Темп инфляции (формула Фишера).....	489
18.2.3. Темп инфляции за несколько периодов.....	490
18.2.4. Синергетический эффект.....	491
18.3. Индекс инфляции.....	496
18.4. Учет долгосрочного влияния инфляции на эффективность инвестиционного проекта.....	501
18.5. Способы учета влияния инфляции в оценке эффективности инвестиций.....	505
18.5.1. Корректировка итогового показателя с учетом инфляции.....	505
18.5.2. Формирование денежных потоков в расчетных ценах (исключающих влияние инфляции).....	506
18.5.3. Формирование нормы дисконта с учетом инфляции.....	506
<b>Заключение.....</b>	<b>508</b>
<b>Список рекомендуемой литературы.....</b>	<b>510</b>