

УДК 330.322:658  
ББК 65.290-56  
Д16

*Издано при содействии КППМГ*

Перевод Д. Липинского, И. Розмаинского, А. Скоробогатова  
Научные редакторы Е. Сквирская, В. Ионов

**Дамодаран А.**  
Д16 Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран ; Пер. с англ. — 5-е изд. — М. : Альпина Пабlishер, 2016. — 1340 с.

ISBN 978-5-9614-0802-7

Оценка находится в основе любого инвестиционного решения, независимо от того, связано ли это решение с покупкой, продажей или хранением активов.

Книга Асвата Дамодарана является классической работой в области инвестиционной оценки. Она содержит инструменты и методы определения стоимости практически любого актива, включая такие сложные объекты оценки, как компании, предоставляющие финансовые услуги, и активы интернет-компаний. Книга имеет ярко выраженную практическую направленность. Помимо алгоритмов оценки книга содержит множество примеров из реального бизнеса.

Книга ориентирована на менеджеров высшего звена, предпринимателей, инвесторов, профессиональных оценщиков, сотрудников инвестиционных компаний и банков, а также преподавателей и студентов.

УДК 330.322:658  
ББК 65.290-56

*Все права защищены. Никакая часть этой книги не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами без письменного разрешения владельца авторских прав.*

© Aswath Damodaran, 2002. All Rights Reserved.  
© Издание на русском языке, перевод, оформление.  
ООО «Альпина Пабlishер», 2016.  
Издано по лицензии John Wiley & Sons, Inc.,  
New York.

ISBN 978-5-9614-0802-7 (рус.)  
ISBN 0-471-41490-3 (англ.)

Технический редактор Бохенек А.  
Корректоры Грудцына М., Савина М.  
Верстальщик Фоминов А.  
Оригинал-макет и обложка Игнатьев М.

Альпина Бизнес Букс  
123060, Москва, а/я 28.  
Тел. (495) 980-53-54,  
www.alpina.ru, e-mail: info@alpina.ru

Подписано в печать 28.02.08. Формат 70×100/16.  
Бумага офсетная № 1. Печать офсетная.  
Объем 84 печ.л. Тираж 2000 экз. Заказ №

# СОДЕРЖАНИЕ

Предисловие к русскому изданию .....	XIII
--------------------------------------	------

Предисловие .....	XV
-------------------	----

## ГЛАВА 1

<b>НАЧАЛЬНЫЕ СВЕДЕНИЯ ОБ ОЦЕНКЕ .....</b>	<b>1</b>
Философские обоснования оценки .....	1
Распространенные мнения по поводу оценки .....	2
Роль оценки .....	8
Заключение .....	13
Контрольные вопросы .....	13

## ГЛАВА 2

<b>ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ.....</b>	<b>14</b>
Оценка дисконтированных денежных потоков .....	15
Сравнительная оценка .....	24
Оценка условных требований .....	29
Заключение .....	32
Контрольные вопросы .....	32

## ГЛАВА 3

<b>ОСНОВЫ ФИНАНСОВОЙ ОТЧЕТНОСТИ .....</b>	<b>35</b>
Основы бухгалтерской отчетности .....	36
Измерение и оценка активов .....	38
Измерение финансирующей комбинации .....	46
Измерение прибыли и доходности .....	55
Измерение риска .....	62
Другие вопросы финансовой отчетности .....	71
Заключение .....	76
Контрольные вопросы .....	77

## ГЛАВА 4

<b>НАЧАЛЬНЫЕ СВЕДЕНИЯ О РИСКЕ .....</b>	<b>81</b>
Что такое риск? .....	81
Риск собственного капитала и ожидаемый доход .....	83
Сравнительный анализ моделей риска и доходности .....	101
Модели риска дефолта .....	105
Заключение .....	110
Контрольные вопросы .....	111

<b>ГЛАВА 5</b>	
<b>ТЕОРИЯ И МОДЕЛИ ОЦЕНКИ ОПЦИОНОВ .....</b>	<b>117</b>
Основы оценки опционов.....	117
Детерминанты стоимости опциона.....	119
Модели оценки опционов .....	122
Дополнительно об оценке опционов.....	140
Заключение .....	143
Контрольные вопросы.....	143

<b>ГЛАВА 6</b>	
<b>РЫНОЧНАЯ ЭФФЕКТИВНОСТЬ — ОПРЕДЕЛЕНИЕ, ТЕСТЫ И ОБОСНОВАНИЯ .....</b>	<b>146</b>
Эффективность рынка и оценка инвестиций .....	146
Что такое эффективный рынок?.....	147
Последствия рыночной эффективности .....	148
Необходимые условия для рыночной эффективности .....	150
Предположения относительно рыночной эффективности .....	151
Тесты на эффективность рынка .....	153
Основные нарушения при тестировании рыночной эффективности .....	160
Менее серьезные нарушения, способные вызвать проблемы .....	161
Доказательства рыночной эффективности .....	162
Свойства временных рядов изменения цен .....	162
Реакция рынка на информационные события.....	173
Рыночные аномалии .....	177
Признаки торговли инсайдеров и профессиональных инвесторов.....	189
Заключение .....	195
Контрольные вопросы.....	195

<b>ГЛАВА 7</b>	
<b>БЕЗРИСКОВЫЕ СТАВКИ И ПРЕМИИ ЗА РИСК .....</b>	<b>201</b>
Безрисковая ставка.....	201
Премия за риск инвестирования в акции.....	207
Спред дефолта по облигациям.....	230
Заключение .....	234
Контрольные вопросы.....	235

<b>ГЛАВА 8</b>	
<b>ОЦЕНКА ПАРАМЕТРОВ РИСКА И СТОИМОСТИ ФИНАНСИРОВАНИЯ.....</b>	<b>237</b>
Стоимость привлечения собственного и долгового капитала .....	237
Стоимость привлечения собственного капитала .....	238
От стоимости привлечения собственного капитала к стоимости привлечения долгового капитала .....	273

Лучшая практика .....	289
Заключение .....	289
Контрольные вопросы.....	291

## ГЛАВА 9

<b>ИЗМЕРЕНИЕ ПРИБЫЛИ .....</b>	<b>300</b>
Бухгалтерский и финансовый балансы .....	300
Коррекция доходов.....	302
Заключение .....	324
Контрольные вопросы.....	326

## ГЛАВА 10

<b>ОТ ПРИБЫЛИ К ДЕНЕЖНЫМ ПОТОКАМ .....</b>	<b>328</b>
Влияние налогов .....	328
Потребности в реинвестировании.....	340
Заключение .....	353
Контрольные вопросы.....	353

## ГЛАВА 11

<b>ОЦЕНКА РОСТА .....</b>	<b>356</b>
Важность роста.....	357
Исторический рост .....	357
Аналитики оценивают рост .....	369
Фундаментальные детерминанты роста.....	374
Качественные аспекты роста .....	396
Заключение .....	398
Контрольные вопросы.....	399

## ГЛАВА 12

<b>ЗАВЕРШЕНИЕ ОЦЕНКИ: ОЦЕНКА ЗАКЛЮЧИТЕЛЬНОЙ СТОИМОСТИ .....</b>	<b>401</b>
Завершение оценки .....	402
Вопрос о выживании.....	420
Итоговые соображения по поводу заключительной стоимости .....	423
Заключение .....	424
Контрольные вопросы.....	425

## ГЛАВА 13

<b>МОДЕЛЬ ДИСКОНТИРОВАНИЯ ДИВИДЕНДОВ .....</b>	<b>428</b>
Общая модель.....	428
Варианты модели .....	429
Вопросы, возникающие при использовании модели дисконтирования дивидендов.....	455
Проверки модели дисконтирования дивидендов.....	457
Заключение .....	461
Контрольные вопросы.....	462

## ГЛАВА 14

### **МОДЕЛЬ СВОБОДНЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ ..... 465**

Измерение суммы, которую фирмы могут вернуть своим акционерам .....	465
Модели оценки FCFE.....	474
Модель оценки FCFE в сравнении с моделью дисконтирования дивидендов .....	496
Заключение .....	504
Контрольные вопросы.....	504

## ГЛАВА 15

### **ОЦЕНКА ФИРМЫ: ПОДХОДЫ НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ ПРИВЛЕЧЕНИЯ КАПИТАЛА И СКОРРЕКТИРОВАННОЙ ПРИВЕДЕННОЙ СТОИМОСТИ ..... 509**

Свободные денежные потоки фирмы.....	509
Оценка фирмы: подход с точки зрения стоимости привлечения капитала.....	513
Оценка фирмы: подход на основе скорректированной приведенной стоимости .....	534
Влияние рычага на стоимость фирмы.....	539
Скорректированная приведенная стоимость и финансовый рычаг ...	555
Заклучение .....	560
Контрольные вопросы.....	560

## ГЛАВА 16

### **ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА НА ОДНУ АКЦИЮ..... 565**

Стоимость внеоборотных активов.....	565
Стоимость фирмы и стоимость собственного капитала.....	587
Опционы менеджеров и наемных работников .....	589
Стоимость акции в условиях, когда сильно меняются голосующие права .....	601
Заклучение .....	602
Контрольные вопросы .....	604

## ГЛАВА 17

### **ФУНДАМЕНТАЛЬНЫЕ ПРИНЦИПЫ СРАВНИТЕЛЬНОЙ ОЦЕНКИ ..... 607**

Использование сравнительной оценки.....	607
Стандартизация значений стоимости и мультипликаторов .....	609
Четыре базовых этапа в использовании мультипликаторов .....	611
Согласование оценки на основе дисконтирования денежных потоков и сравнительной оценки .....	625
Заклучение .....	626
Контрольные вопросы.....	626

<b>ГЛАВА 18</b>	
<b>МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ПРИБЫЛИ .....</b>	<b>628</b>
Мультипликатор «цена/прибыль».....	628
Мультипликатор PEG.....	651
Другие варианты мультипликатора PEG .....	663
Заключение .....	678
Контрольные вопросы.....	678
<b>ГЛАВА 19</b>	
<b>МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ БАЛАНСОВОЙ СТОИМОСТИ.....</b>	<b>682</b>
Соотношение цены и балансовой стоимости собственного капитала.....	682
Применение мультипликаторов «цена/балансовая стоимость» .....	697
Использование в инвестиционных стратегиях.....	708
Мультипликатор «Стоимость фирмы/балансовая стоимость капитала» .....	711
Мультипликатор Q Тобина: отношение рыночной стоимости к стоимости замещения.....	717
Заключение .....	719
Контрольные вопросы.....	720
<b>ГЛАВА 20</b>	
<b>МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ВЫРУЧКИ И СПЕЦИФИЧЕСКИЕ СЕКТОРНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ.....</b>	<b>724</b>
Мультипликаторы выручки .....	724
Специфические секторные мультипликаторы .....	753
Заключение .....	761
Контрольные вопросы.....	761
<b>ГЛАВА 21</b>	
<b>ОЦЕНКА ФИРМ, ОКАЗЫВАЮЩИХ ФИНАНСОВЫЕ УСЛУГИ .....</b>	<b>766</b>
Категории фирм, оказывающих финансовые услуги.....	767
В чем уникальность фирм, оказывающих финансовые услуги? .....	769
Общие рамки для оценки.....	771
Оценка на основе дисконтированных денежных потоков .....	772
Оценка, основанная на активах.....	793
Сравнительная оценка .....	794
Проблемы оценки фирм, оказывающих финансовые услуги .....	801
Заключение .....	806
Контрольные вопросы.....	806
<b>ГЛАВА 22</b>	
<b>ОЦЕНКА ФИРМ С ОТРИЦАТЕЛЬНОЙ ПРИБЫЛЬЮ .....</b>	<b>810</b>
Отрицательная прибыль: последствия и причины .....	810
Оценка фирм с отрицательной прибылью.....	815
Заключение .....	845
Контрольные вопросы.....	846

## ГЛАВА 23

<b>ОЦЕНКА МОЛОДЫХ ИЛИ НАЧИНАЮЩИХ ФИРМ.....</b>	<b>851</b>
Информационные ограничения .....	851
Новые парадигмы или старые принципы: перспектива жизненного цикла .....	852
Оценка венчурного капитала .....	856
Общие рамки анализа .....	858
Драйверы стоимости.....	873
Оценочный шум .....	876
Выводы для инвесторов.....	877
Выводы для менеджеров.....	878
Игра на ожиданиях .....	878
Заключение .....	881
Контрольные вопросы.....	882

## ГЛАВА 24

<b>ОЦЕНКА ЧАСТНЫХ ФИРМ .....</b>	<b>884</b>
В чем отличие частных фирм?.....	884
Оценивание входных данных при оценке частных фирм .....	885
Мотивация оценки и выяснение стоимости.....	911
Оценка частного собственника капитала .....	918
Заклучение .....	919
Контрольные вопросы.....	920

## ГЛАВА 25

<b>ПРИОБРЕТЕНИЯ И ПОГЛОЩЕНИЯ .....</b>	<b>923</b>
Исходные предпосылки для изучения приобретений.....	923
Эмпирические данные о влиянии поглощения на стоимость .....	926
Этапы приобретения.....	928
Оценка поглощения: необъективность и распространенные ошибки.....	952
Структурирование приобретения .....	955
Анализ менеджмента и выкупы контрольных пакетов акций с кредитом .....	964
Заклучение .....	969
Контрольные вопросы.....	970

## ГЛАВА 26

<b>ОЦЕНКА НЕДВИЖИМОСТИ.....</b>	<b>975</b>
Сравнение реальных активов с финансовыми .....	975
Оценка дисконтированных денежных потоков.....	977
Сравнительная/относительная оценка .....	1002
Оценка видов бизнеса в сфере недвижимости.....	1006
Заклучение .....	1008
Контрольные вопросы.....	1009

<b>ГЛАВА 27</b>	
<b>ОЦЕНКА ПРОЧИХ АКТИВОВ .....</b>	<b>1011</b>
Активы, создающие денежные потоки .....	1012
Активы, не создающие денежные потоки .....	1024
Активы с характеристиками опционов .....	1027
Заключение .....	1027
Контрольные вопросы .....	1028
<b>ГЛАВА 28</b>	
<b>ОПЦИОН НА ОТСРОЧКУ И ВЫВОДЫ ДЛЯ ОЦЕНКИ .....</b>	<b>1031</b>
Проект с опционом на отсрочку .....	1032
Оценка патента .....	1043
Опционы природных ресурсов .....	1050
Другие приложения .....	1057
Заключение .....	1058
Контрольные вопросы .....	1060
<b>ГЛАВА 29</b>	
<b>ОПЦИОНЫ НА РАСШИРЕНИЕ И НА ОТКАЗ: ВЫВОДЫ ДЛЯ ОЦЕНКИ .....</b>	<b>1062</b>
Опцион на расширение .....	1062
Когда опционы на расширение обладают стоимостью? .....	1072
Оценка фирмы с опционом на расширение .....	1075
Стоимость финансовой гибкости .....	1078
Опцион на отказ .....	1083
Согласование чистой приведенной стоимости и оценок реальных опционов .....	1086
Заключение .....	1088
Контрольные вопросы .....	1088
<b>ГЛАВА 30</b>	
<b>ОЦЕНКА СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА ПРОБЛЕМНЫХ ФИРМ .....</b>	<b>1091</b>
Собственный капитал в проблемных фирмах с высоким рычагом .....	1091
Выводы из рассмотрения собственного капитала как опциона .....	1094
Оценка стоимости собственного капитала как опциона .....	1097
Последствия для принятия решений .....	1104
Заключение .....	1107
Контрольные вопросы .....	1107
<b>ГЛАВА 31</b>	
<b>УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ: ГРАНИЦЫ ОЦЕНКИ ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ .....</b>	<b>1110</b>
Действия, создающие стоимость и не влияющие на нее .....	1110
Способы увеличения стоимости .....	1112
Цепь увеличения стоимости .....	1139
Заключительные замечания об увеличении стоимости .....	1143
Заключение .....	1145
Контрольные вопросы .....	1145



## ГЛАВА 32

### УВЕЛИЧЕНИЕ СТОИМОСТИ:

<b>EVA, CFROI И ПРОЧИЕ ИНСТРУМЕНТЫ .....</b>	<b>1150</b>
Добавленная экономическая стоимость .....	1151
Денежные потоки на инвестиции .....	1169
Заключительные замечания об увеличении стоимости .....	1177
Заключение .....	1178
Контрольные вопросы .....	1179

## ГЛАВА 33

<b>ОЦЕНКА ОБЛИГАЦИЙ .....</b>	<b>1182</b>
Цены облигаций и процентные ставки .....	1183
Детерминанты процентных ставок .....	1189
Особые характеристики облигаций и эффекты ценообразования... ..	1206
Заключение .....	1226
Контрольные вопросы .....	1226

## ГЛАВА 34

<b>ОЦЕНКА ФЬЮЧЕРСНЫХ И ФОРВАРДНЫХ КОНТРАКТОВ .....</b>	<b>1230</b>
Фьючерсные, форвардные и опционные контракты .....	1230
Институциональные характеристики торгуемых фьючерсных контрактов .....	1233
Ценообразование фьючерсных контрактов .....	1238
Влияние уникальных особенностей фьючерсных контрактов .....	1252
Заключение .....	1253
Контрольные вопросы .....	1253

## ГЛАВА 35

<b>ОБЗОР И ЗАКЛЮЧЕНИЕ .....</b>	<b>1257</b>
Выбор моделей оценки .....	1257
Какой подход следует использовать? .....	1258
Выбор правильной модели дисконтированных денежных потоков .....	1264
Выбор правильной модели сравнительной оценки .....	1270
Когда следует использовать модели оценки опциона? .....	1275
Заключение .....	1276

<b>Литература.....</b>	<b>1277</b>
------------------------	-------------

<b>Предметный указатель.....</b>	<b>1295</b>
----------------------------------	-------------

<b>Список сокращений .....</b>	<b>1322</b>
--------------------------------	-------------

<b>Об авторе .....</b>	<b>1324</b>
------------------------	-------------