

Особенности оценки рыночной стоимости коммерческого банка

Отличительные черты банковского бизнеса

Банковский сектор экономики обладает особенностями, которые и обуславливают специфику оценки стоимости кредитных организаций. Среди особенностей выделяют:

- жестокую регламентацию и надзор за деятельностью со стороны Центрального банка РФ;
- низкий уровень собственного капитала и высокий удельный вес заемных средств;
- высокую степень концентрации рисков на балансе банка;
- порядок ведения бухгалтерского учета;
- сложность в совершении и оформлении ряда операций (например, операций с производными инструментами др.)

Сравнительный подход в оценке банка

Общеизвестно, что сравнительный подход невозможно применить в случаях отсутствия развитого рынка соответствующих активов либо отсутствия информации о суммах сделок купли-продажи, сделок слияний и поглощений, котировок акций аналогов. В связи с неразвитостью рынка акций, отсутствием открытых, прозрачных данных о расчетной или фактической (рыночной) стоимости банков и их акций этот подход редко использовался при оценке рыночной стоимости банковского бизнеса в России. Сравнительный подход используется тогда, когда необходимо осуществить оценку в сжатые сроки и придать оценке объективность, поскольку сравнительный метод –

Другими словами, основным преимуществом сравнительного подхода является то, что стоимость бизнеса фактически определяется рынком, так как оценщик лишь корректирует реальную рыночную цену аналога для лучшей сопоставимости, тогда как при применении других подходов к оценке бизнеса или акций стоимость является результатом расчета. Несмотря на то, что сравнительный метод англоязычные финансисты называют «quick and dirty valuation» (быстрая и грязная оценка), именно этот метод в настоящее время способен дать наиболее достоверную оценку стоимости либо существенно откорректировать оценку, полученную другими методами.

Сравнительный подход объединяет в себе три метода оценки: **метод рынка капитала** (метод компании-аналога), **метод сделок** (метод продаж), **метод отраслевых коэффициентов**. Метод рынка капитала базируется на анализе данных, сформированных открытым фондовым рынком. На основе информации фондового рынка о котировках акций банков в результате тщательного анализа различных финансовых коэффициентов осуществляется отбор банков-аналогов

Мультипликаторы представляют собой соотношение рыночной стоимости одной акции аналога (либо рыночной капитализации) и какого-либо его финансового показателя. Рыночная стоимость оцениваемого банка определяется как произведение выбранного оценочного мультипликатора и соответствующего финансового показателя банка. Поскольку базой для сравнения в данном методе служит цена одной акции, в чистом виде использование метода возможно для определения рыночной стоимости миноритарных пакетов акций банков.

Метод сделок основан на использовании цены приобретения банка – аналога в целом или его контрольного пакета акций. В большинстве случаев при проведении оценки рыночной стоимости коммерческого банка с внешних позиций метод сделок является методом, гарантирующим получение наиболее достоверного результата. Технология применения метода сделок практически полностью совпадает с технологией метода рынка капитала. Различие заключается только в типе исходной ценовой информации: метод рынка капитала в качестве исходной использует цену одной акции, не дающей никаких элементов контроля, а метод продаж - цену контрольного или полного пакета акций, включающую премию за элементы контроля.

Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой бизнеса банка и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи различных действующих банков и их важнейшими финансовыми характеристиками. В результате многолетних обобщений в странах с развитой рыночной экономикой разработаны достаточно простые формулы определения стоимости бизнеса различных компаний, в том числе и банков. Очевидно, что в России говорить о применении метода отраслевых коэффициентов на сегодняшний день пока рано.

Процесс оценки стоимости банка с помощью методов сравнительного подхода может включать следующие основные этапы:

- сбор необходимой информации;
- выбор аналогичных банков;
- финансовый анализ;
- расчет оценочных мультипликаторов;
- выбор величины мультипликатора;
- определение итоговой величины стоимости.

Расчет оценочных мультипликаторов содержит следующие шаги: определение цены акции по всем кредитным организациям, выбранным в качестве аналога, – это даст значение числителя в формуле мультипликатора; определение финансовой базы (прибыль, валовой доход, стоимость чистых активов, капитал и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки - это даст величину знаменателя мультипликатора.

Отметим несколько наиболее применяемых профессиональными оценщиками мультипликаторов. Мультипликаторы классифицируются по нескольким признакам: по принципу расчета (финансовые и натуральные), по источнику расчета (балансовые и доходные), по периоду расчета (интервальные и моментные) и др.

Финансовые мультипликаторы – те, у которых в знаменателе стоит один из денежных показателей (валовой доход, прибыль и др.).

Натуральные мультипликаторы имеют в знаменателе натуральный показатель (в штуках, в единицах и др.), например количество открытых счетов и т.д.

К интервальным мультипликаторам относятся мультипликаторы, в знаменателе которых величина показателя берется за определенный период (прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты и др.);

моментные мультипликаторы имеют в знаменателе показатели, величина которых, как правило, берется на конкретную дату: балансовая стоимость активов, чистая стоимость активов и др.

Наиболее часто используемые мультипликаторы при оценке стоимости банка:

- 1) P / CE (Cash Earnings) – «цена/денежная прибыль» – устраняет искажения мультипликатора P / E за счет учета амортизации (денежная прибыль отличается от чистой на величину амортизации);
- 2) P / FCF (Free Cash Flow) – «цена/ чистый денежный поток» – учитывает денежные потоки от вложений;
- 3) $P / Dividends$ – «цена/дивиденды» – наиболее часто используется для компаний, стабильно выплачивающих дивиденды, и др.

Доходный подход в оценке банка

Основным подходом в оценке рыночной стоимости коммерческого банка как действующего бизнеса является доходный, поскольку принятие решения о вложении капитала в тот или иной бизнес, в том числе и банковский, в конечном счете, определяется величиной дохода, который инвестор предполагает получить в будущем. При оценке коммерческого банка доходным подходом обычно используют:

- **метод дисконтированных денежных потоков (DCF - discounted cash flow);**
- **метод капитализации;**
- **метод добавленной экономической стоимости (EVA).**

В общем виде формула определения рыночной стоимости актива (бизнеса) методом DCF имеет известный вид:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+i)^t}$$

где CF – денежный поток, генерируемый активом (бизнесом), в t -ый момент времени, i – ставка дисконтирования.

При условии (допущении) стабильности (роста или снижения) величины денежного потока в долгосрочном периоде формула принимает вид:

$$V = \frac{CF}{R}$$

где R – ставка капитализации. Ставка капитализации отличается от ставки дисконтирования тем, что ставка капитализации используется при расчетах для неограниченного времени, а ставка дисконтирования соответствует ограниченному времени работы объекта оценки.

Для оценки рыночной стоимости акций в стабильных банках, выплачивающих дивиденды, используется формула **Гордона**, которая является достаточно упрощенным представлением потока FCFE:

$$P = \frac{PR \times EPS_1}{r - g}$$

где EPS – чистая прибыль, приходящаяся на одну акцию: $EPS_1 = EPS(1 + g)$, PR – доля чистой прибыли, выплачиваемая в форме дивидендов (payment ratio), g – ожидаемые темпы роста прибыли (для стабильных компаний g берется в размере, не превышающем средние темпы роста ВВП в экономике страны нахождения компании), r – ставка дисконта.

Тогда

$$V_e = P \times N_{\text{акций в обращении}}$$

Примерами таких банков являются в частности, канадские банки, имеющие стабильную величину PR . Используемая для оценки рыночной стоимости канадских банков модель выглядит следующим образом:

$$P = \frac{BV \times ROE \times PR}{k_e - (ROE \times (1 - PR))}$$

где BV – балансовая стоимость акции, ROE – рентабельность собственного капитала, отношение чистой прибыли к среднему за период размеру собственного капитала: $ROE = \text{Чистая прибыль} / \text{Собственный капитал} * 100 \%$

В соответствии с современными зарубежными работами в области оценки стоимости компаний разных отраслей, включая банки, рыночную стоимость компании в целом методом DCF определяют по формуле:

$$V_c = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t}$$

где FCF - чистый денежный поток компании, банка, WACC – средневзвешенная стоимость капитала компании, банка.

Метод экономической добавленной стоимости (EVA) позволяет рассчитать для каждого момента (периода) времени добавленную стоимость, созданную *всем капиталом* банка (бизнесом в целом) за рассматриваемый период, определяемую доходностью (эффективностью) использования активов (ROA) и стоимостью всего капитала (стоимостью обслуживания всех составляющих пассивов – WACC):

$$EVA_t = (ROA_t - WACC_t) \times C_{t-1}$$

где C_{t-1} - капитал, суммарные активы, total assets, компании (банка), тогда

$$V_{bank} = C_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1 + WACC)^t}$$

где C_0 - суммарный инвестированный в банк капитал, равный пассивам банка за вычетом краткосрочной кредиторской задолженности.

Добавленная стоимость, создаваемая *акционерным капиталом* банка, определяется по формуле (Модель Ольсона):

$$EVA_{et} = SVA_t = (ROE_t - k_{et}) \times E_{t-1}$$

где ROE – рентабельность (эффективность) собственного капитала банка, k_e - стоимость (обслуживания) собственного капитала и ожидаемая акционерами норма доходности на вложенный капитал, E – величина собственного капитала банка. Тогда рыночная стоимость акционерного капитала банка определяется по формуле:

$$V_e = E_0 + \sum \frac{EVA_{et}}{(1 + k_e)^t}$$

Если EVA – величина положительная, банк развивается. Если отрицательная - это сигнал ухудшения финансового состояния и устойчивости банка.

При расчете методом капитализации исходят из предпосылки, что ожидаемые доходы банка будут стабильными и темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Причем, если доходы являются достаточно значительными положительными величинами, это свидетельствует о стабильном развитии бизнеса банка. Сущность метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе которых рассчитывается стоимость бизнеса. Необходимым и обязательным условием применения метода капитализации является допущение о том, что в обозримом будущем доходы бизнеса останутся примерно на одном уровне, близком к существующему на дату проведения оценки. В условиях проявлений финансового кризиса прибыль банков значительно снизилась, деятельность многих банков стала убыточной, поэтому сегодня применение метода капитализации для оценки

В отличие от метода капитализации метод дисконтированных денежных потоков учитывает возможность неравномерного изменения доходов в будущем. Сущность метода заключается в определении текущей стоимости прогнозной величины денежного потока, выплачиваемого владельцам банка. Расчет стоимости собственного капитала банка по модели дисконтированных денежных потоков¹ осуществляется по формуле

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+r)^{n-0.5}} + \frac{TV_{n+1}}{(1+r)^n}$$

где P - стоимость собственного капитала банка; $FCFE_t$ - денежный поток на собственный капитал в t -ом периоде; r - ставка дисконтирования; n - количество лет в периоде прогнозирования; TV - терминальная стоимость инвестированного капитала предприятия в постпрогнозном периоде. Метод может быть успешно использован для оценки любого коммерческого банка, если перспективы его деятельности прогнозируются с достаточной степенью достоверности.

По нашему мнению, основными этапами при определении стоимости банка с использованием метода дисконтированных денежных потоков являются следующие:

- 1) Определение длительности прогнозного периода (n).
- 2) Ретроспективный анализ доходов и расходов, прогноз прибыли.
- 3) Определение ставки дисконтирования (r).
- 4) Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода ($FCFE$).
- 5) Расчет постпрогнозной (терминальной) стоимости (TV).
- 6) Расчет текущей стоимости будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период (P).

1. *Определение длительности прогнозного периода.* На первом этапе определяется периодичность поступления будущих доходов (обычно год) и длительность прогнозного периода. Срок прогнозируемой деятельности банка следует разделить на два периода: прогнозный и постпрогнозный (остаточный). В прогножном периоде могут наблюдаться значительные колебания в показателях, характеризующих деятельность банка (рост и падение объемов продаж и услуг, изменения в структуре себестоимости и т.д.). По мнению Т. Коупленда и соавторов, длительность прогнозного периода составляет от 5 до 10 лет. Мы считаем, что в российских условиях, в связи с отсутствием долгосрочных макроэкономических и отраслевых прогнозов, неразвитостью системы планирования длительность прогнозного периода необходимо снизить до 5 лет.

2. *Ретроспективный анализ доходов и расходов, прогноз прибыли.* Прогнозирование прибыли банка целесообразно проводить на основе ранее проведенного финансового анализа, с учетом доходности активов и стоимости обслуживания пассивов, темпов роста доходов и расходов.

3. *Определение ставки дисконта* является одним из главных этапов при оценке стоимости коммерческого банка методом дисконтирования денежного потока. В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования или, другими словами, это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

4. *Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.* Свободный денежный поток к акционерам кредитной организации (FCFE - Free cash flow on equity) многие западные экономисты, такие как Дж. Ф. Синки, Т. Коупленд, определяют как сумму чистого дохода за вычетом потока наличности, направленного на увеличение баланса.

В современных российских условиях при оценке стоимости коммерческого банка в рамках доходного подхода наиболее предпочтительным является метод дисконтированных денежных потоков, учитывающий возможность неравномерного изменения доходов в будущем, что наиболее актуально в условиях финансового кризиса. Доходный подход имеет определенные ограничения в применении, например, в случае когда деятельность банка убыточна и прогнозируются отрицательные денежные потоки.

Затратный подход в оценке банка

Затратный, или имущественный, подход в оценке бизнеса определяет стоимость коммерческого банка с точки зрения понесенных издержек. В отличие от методов доходного подхода, которые нацелены на будущие выгоды коммерческого банка, а также основных приемов сравнительного подхода, ориентированных на ретроспективу развития, затратный подход концентрируется на текущей оценке активов и обязательств банка. При оценке стоимости коммерческого банка на основе затратного подхода обычно используют

- **метод оценки ликвидационной стоимости;**
- **метод избыточных прибылей;**
- **метод чистых активов.**

Метод ликвидационной стоимости

Для оценки банков-банкротов или высокой вероятности банкротства в ближайшем будущем используется метод оценки ликвидационной стоимости. На первом этапе оценки разрабатывается календарный график ликвидации активов коммерческого банка, поскольку скорость продажи различных видов активов зависит от степени их ликвидности. Далее осуществляется поэлементная рыночная оценка активов банка по методу чистых активов. После этого ликвидационная стоимость определяется как валовая выручка от ликвидации активов, уменьшенная на величину прямых затрат на ликвидацию (комиссионные юридическим фирмам, увольнение персонала, налоги и сборы на ликвидацию) и на выплату долгов.

Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости практически полностью опирается на нормативную оценку активов кредитной организации, находящейся в состоянии банкротства, и детально изложен в указании Центрального банка РФ № 18-У “Методические рекомендации о порядке оценки мероприятий по финансовому оздоровлению (планов санации) кредитной организации”. Методом ликвидационной стоимости определяется ликвидационная стоимость коммерческого банка

Метод избыточных прибылей

Метод избыточных прибылей основан на предположении о том, что избыточные прибыли приносят коммерческому банку не отраженные в балансе нематериальные активы, которые обеспечивают доходность на активы и на собственный капитал банка выше среднего уровня. Методом избыточных прибылей оценивают гудвилл коммерческого банка. Под гудвиллом понимается стоимость деловой репутации банка или величина, на которую стоимость банка превосходит рыночную стоимость его материальных активов и той части нематериальных активов, которая отражена в бухгалтерской отчетности.

Метод избыточных прибылей

Оценка гудвилла методом избыточных прибылей осуществляется несколькими этапами:

- Сначала определяется рыночная стоимость всех активов коммерческого банка, например с помощью метода чистых активов. Далее производится расчет нормализованной прибыли, т.е. прибыли за исключением нетиповых доходов и расходов.
- На следующем этапе анализируются данные о результатах деятельности оцениваемого банка и других коммерческих банков, на основании чего вычисляется среднеотраслевая доходность на активы или на собственный капитал.

Метод избыточных прибылей

- После определяется ожидаемая прибыль оцениваемого банка как результат произведения среднего по отрасли дохода и величины активов (или собственного капитала) объекта оценки. Избыточная прибыль равна разнице между нормализованной чистой прибылью коммерческого банка и его ожидаемой прибылью. Рыночная стоимость гудвилла рассчитывается путем деления избыточной прибыли на соответствующий коэффициент капитализации.

Метод избыточных прибылей

Другая методика оценки нематериальных активов, определяющая репутационную стоимость банка, описана В.М. Рутгайзером и А.Е. Будицким. Репутационная стоимость банка отражает превышение справедливой стоимости над балансовой стоимостью чистых активов, приобретенной фирмой, на дату приобретения. Оценка нематериальных активов, позволяющих сгенерировать дополнительный доход банка, рекомендовано осуществлять по соотношению:

$$UIA_B = \frac{GI_B * RR_B}{R}$$

где UIA_B - стоимость неотраженных нематериальных активов банка; GI_B - валовой доход банка в годовом измерении; RR_B - ставка роялти для банков; R - коэффициент капитализации.

Метод чистых активов

В современных российских условиях метод чистых активов является наиболее распространенным при оценке стоимости коммерческого банка затратным подходом. Экономическая сущность метода чистых активов заключается в поэлементной рыночной оценке активов и обязательств коммерческого банка. Балансовая оценка активов может не отражать их реальной рыночной стоимости, в этой связи для определения рыночной стоимости банка методом чистых активов возникает необходимость предварительного проведения оценки рыночной стоимости каждого структурного элемента активов баланса. Затем определяется текущая стоимость обязательств банка. На заключительном этапе рыночная стоимость коммерческого банка рассчитывается по следующему соотношению:

***Рыночная стоимость коммерческого банка =
рыночная стоимость активов – рыночная***