

УДК 336.71

ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

Филиппова А.А.

канд. экон. наук.

Москва, Россия

Аннотация. Статья посвящена анализу существующих подходов и методов оценки рыночной стоимости коммерческих банков, как традиционных, так и нетрадиционных, которые используются для оценки рыночной стоимости коммерческих банков при отсутствии рыночных котировок акций. Обосновывается целесообразность применения комбинации различных подходов и методов оценки.

Ключевые слова: рыночная стоимость, коммерческий банк, подходы и методы оценки, преимущества и недостатки.

THE MAIN APPROACHES AND METHODS OF ASSESSING THE MARKET VALUE OF A COMMERCIAL BANK

Filippova A.A.

Candidate of economic sciences

Moscow, Russia

Abstract. The article is devoted to the analysis of existing approaches and methods of assessing the market value of commercial banks, both traditional and non-traditional, which are used to assess the market value of commercial banks in the absence of market quotations of shares. The expediency of using a combination of different approaches and assessment methods is substantiated.

Keywords: market value, commercial bank, valuation approaches and methods, advantages and disadvantages.

С развитием рыночных отношений в России и появлением различных форм собственности объектом оценки становится любое имущество, приносящее доход и являющееся объектом рыночной сделки. Это относится и к коммерческим банкам, сделки по купле-продаже которых не обходятся без оценки рыночной стоимости, что предопределяет актуальность данного исследования.

Оценка рыночной стоимости предприятия (бизнеса) согласно Федеральному стандарту оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)» (далее – ФСО №1) [1] осуществляется при помощи трех «классических» (традиционных) подходов: затратного, доходного, сравнительного. В каждом из подходов используются разные виды информации и методы оценки.

Затратный подход, по определению ФСО №1, это – «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний» [8].

При затратном подходе используются: метод ликвидационной стоимости и метод чистых активов.

Метод ликвидационной стоимости предполагает расчет чистой денежной суммы, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и закрытии его бизнеса, отдельной распродаже активов и после расчетов со всеми кредиторами. Применительно к банкам расчет ликвидационной стоимости достаточно подробно регламентирован нормативными документами Банка России.

Различают методы скорректированных чистых активов и нескорректированных чистых активов. В первом случае проводится полная корректировка статей баланса и определяется обоснованная рыночная стоимость каждого актива в отдельности. Во втором - корректировка балансовых данных не производится, данный подход содержится в нормах Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

действующего законодательства. Для банков аналог чистых активов – это собственные средства (капитал). В случае, если величина собственных средств (капитала) банка (на отчетную дату) окажется меньше размера уставного капитала, определенного его учредительными документами, банк обязан привести в соответствие размер уставного капитала и величину собственных средств (капитала), в противном случае последует отзыв у банка лицензии.

При методе скорректированных чистых активов рыночная стоимость активов и пассивов определяется путем корректировки балансовых данных (с учетом рыночных ставок, ликвидности активов и др.). Затратный подход практически всегда применяется при сделках по купле-продаже банков – M&A в части определения реальных собственных средств банка. Переоценка активов проводится покупателем в рамках процедуры Due Diligance (в переводе с английского: должная осмотрительность, добросовестность), представляющей собой комплексную экспертизу деятельности банка, прежде всего, проведение анализа активов и пассивов, доходов и расходов. При этом расчет собственных средств (капитала) банка производится методом чистых активов, а не принимается в соответствии с расчетом по методике Банка России. Очевидно, что расчет капитала банка по МФСО является более точным по сравнению с отчетностью по российским стандартам.

Следует отметить, что метод чистых активов статичен, результат оценки представляет собой стоимость собственных средств на основе отраженных на балансе банка материальных активов, не учитывает нематериальные активы – гудвилл, не позволяет оценить потенциал развития.

Указанные недостатки метода чистых активов не позволяют его расценивать в качестве основного при оценке работающего банка с развитым бизнесом, поскольку результат расчета может рассматриваться только в качестве нижней границы рыночной стоимости банка. Вместе с тем, по нашему мнению, реальное значение собственных средств банка, Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

определяемого в рамках затратного подхода методом скорректированных чистых активов, следует использовать в расчетах рыночной стоимости банка при применении других подходов к оценке.

Сравнительный (или рыночный подход) – это «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с объектами - аналогами объекта оценки, в отношении которых имеется информация о ценах» [8].

В рамках сравнительного подхода используются следующие методы: компании-аналога или рынка капитала; рыночных сделок или продаж; сопоставимых сделок на основе рыночных мультипликаторов.

Применительно к оценке банков в настоящее время сложился достаточно устоявшийся набор рыночных мультипликаторов. В основном, применяются следующие показатели: P/BV (price to book value) – отношение цены банка к балансовой стоимости собственных средств; P/E (price to earnings ratio) – отношение цены к чистой прибыли за отчетный год; P/A (price to assets) – отношение цены банка к балансовой стоимости активов.

Возможность использования тех или иных из указанных мультипликаторов для оценки конкретного банка зависит от наличия банков-аналогов, цены которых известны. Очевидно, что полного совпадения параметров двух банков достичь практически нереально, поэтому в расчетах применяются различного рода корректировки. Сложность выбора банка-аналога с сопоставимыми характеристиками, неразвитость российского фондового рынка и рынка M&A, предопределила поиск обобщающего мультипликатора для оценки рыночной стоимости российских коммерческих банков. Таким показателем является коэффициент P/BV. Мультипликаторы P/E и P/A применяются редко.

Следует отметить, что показатель P/BV напрямую связан с показателем P/E (цена/прибыль), соответственно, с рентабельностью собственных средств и требуемой доходностью (отдачей) на капитал. Таким образом, посредством Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

определения рыночной стоимости банка можно рассчитать требуемую норму доходности акционеров на вложенные в капитал банка средства.

При сделках M&A рыночная стоимость небольших банков, ценность банковского бизнеса которых незначительна (или деятельность связана преимущественно с обслуживанием бизнеса владельцев) – сегмент банковских лицензий (core&shell), определяется, как сумма скорректированных чистых активов банка и рыночной стоимости банковской лицензии. При этом чистые активы банка определяются в рамках затратного подхода методом скорректированных чистых активов.

Для средних и крупных банков используется показатель P/BV. Стоимость лицензии для таких банков уже заложена в оценке и отдельно не рассчитывается. При этом на практике в сделках M&A значение собственных средств при расчете рыночной стоимости банка по мультипликатору P/BV принимается не по балансовому значению, а по расчетному, определяемому в рамках затратного подхода методом скорректированных чистых активов.

Таким образом, по результатам проведенного анализа можно сделать вывод о том, что сравнительный или рыночный подход в настоящее время является наиболее распространенным при оценке коммерческих банков, а в качестве мультипликатора, наиболее адекватно отражающего тенденции рынка, применяется показатель P/BV. Данный метод, на наш взгляд, является обязательным к использованию при оценке коммерческого банка. При этом, учитывая рыночную практику сделок M&A, показатель собственных средств банка следует принимать по расчетному значению, соответствующему реальной величине его собственных средств.

Доходный подход – это «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки» [8].

Оценка бизнеса с применением методов доходного подхода основана на принципе, что потенциальный покупатель не заплатит за долю в Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

предприятию (бизнесу) больше, чем она может принести доходов в будущем. Ожидаемая величина дохода определяется, исходя из прошлых результатов бизнеса, перспектив его развития, а также отраслевых и общеэкономических факторов.

В рамках доходного подхода используются следующие методы: капитализации денежного потока (прибыли, дивидендов); дисконтированных денежных потоков (DCF). Общим в применении данных методов является определение рыночной стоимости бизнеса путем дисконтирования или капитализации одного из видов доходов по ставке, отражающей среднерыночную доходность альтернативных финансовых вложений.

Метод капитализации дохода исходит из предпосылки о том, что доходы, приносимые бизнесом, являются стабильными или постоянно изменяющимися (пропорционально растущими или снижающимися), стоимость бизнеса действующего предприятия определяется как отношение денежного потока к ставке капитализации. Во многих работах, например, в учебнике Грязновой А.Г. и ряда авторов [2] указывается, что при оценке коммерческого банка в качестве капитализируемой величины могут использоваться: прибыль (ее различные виды); финансовые поступления (денежный поток); дивиденды или поток выплат акционерам банка; валовой доход. Однако, на наш взгляд, особенности банковского сектора далеко не в полной мере могут быть учтены при использовании указанных выше показателей. Наиболее корректный, на наш взгляд, подход приведен в книге Т. Коупленда, Т. Колера, Дж. Мурина [3], где предлагается применительно к банку использовать дивиденды, но не обязательно фактически выплаченные, а условные, т.е. потенциально возможные. Это связано с тем, что далеко не вся чистая прибыль банка может быть распределена между акционерами, поскольку существуют достаточно жесткие нормативы, регулирующие уровень достаточности капитала банка и другие показатели, зависящие от капитала.

Расчет ставки капитализации обычно производится, исходя из ставки дисконта за вычетом ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли.

Для определения ставки дисконта используют следующие модели (методы): модель оценки капитальных активов; модель средневзвешенной стоимости капитала; метод кумулятивного построения (build up method). Применительно к банку преимущественно используется метод кумулятивного построения.

При определении ставки дисконта методом кумулятивного построения за базу расчетов берется ставка доходности по безрисковым (альтернативным) вложениям, к которой прибавляется поправка на риск инвестирования в конкретный бизнес.

По нашему мнению, для целей расчета рыночной стоимости банка можно использовать в качестве безрисковой – ставку доходности по долгосрочным государственным ценным бумагам Российской Федерации – ГКО-ОФЗ.

Расчет поправки на риск производится для каждого вида риска путем определения экспертным путем вероятного интервала значений премии за риск, далее значения по всем видам рисков суммируется и выводится итоговая поправка на риск.

В отечественной теории и практике применительно к оценке бизнеса, в том числе банков, сложился следующий перечень показателей учета индивидуального риска: 1) размер банка; 2) финансовая структура: источники финансирования; 3) доходы: рентабельность и предсказуемость; 4) диверсификация клиентуры; 5) территориальная диверсификация; 6) качество менеджмента и ключевая фигура; 7) прочие риски. Значение по каждому приведенному виду риска определяется экспертным путем в пределах от 0 до 5%. Полагаем, что использование приведенного перечня показателей позволит учесть индивидуальные риски банка, поэтому

целесообразно использовать все указанные показатели в оценке рыночной стоимости банка.

Метод дисконтирования денежных потоков (DCF или ДДП) учитывает неравномерное изменение доходов. Стоимость бизнеса по данному методу складывается из текущей стоимости доходов за каждый год прогнозного периода и текущей стоимости компании в постпрогнозный период. При этом удельный вес постпрогнозной стоимости достаточно значителен.

Метод дисконтирования денежных потоков широко используется в оценочной практике. Вместе с тем, с учетом того, что точность оценки по данному методу весьма сомнительна, поскольку в ее основе лежат многочисленные факторы неопределенности, полагаем, что доходный подход должен найти отражение в оценке посредством применения метода капитализации.

Несовершенство традиционных подходов обусловило появление новых – нетрадиционных подходов и методов оценки рыночной стоимости бизнеса, которые напрямую нельзя отнести к одному из классических подходов. Далее приведена характеристика наиболее известных нетрадиционных подходов и методов оценки рыночной стоимости бизнеса.

Модель экономической добавленной стоимости EVA (economic value added) базируется на классической предпосылке о необходимости покрытия компанией всех своих затрат, включая затраты на привлечение капитала. Одним из основоположников данной модели является Альфред Маршалл [4]. Рыночная стоимость компании определяется как сумма чистых активов и EVA будущих периодов, приведенная к настоящему времени. В качестве модифицированного показателя используется также акционерная добавленная стоимость (SVA). Вместе с тем, эмпирические исследования свидетельствует об отсутствии однозначной взаимосвязи между рыночной стоимостью и EVA.

По нашему мнению, учитывая, что модель EVA построена на принципе создания новой стоимости для акционеров только в случае обеспечения доходности на вложенный капитал выше альтернативных вложений, показатель EVA целесообразно рассматривать в качестве оценочного критерия для анализа эффективности менеджмента. Это означает, что показатель EVA не рассматривается тождественным значению рыночной стоимости. Таким образом, экономический принцип модели, противоречивые данные о связи EVA и рыночной стоимости бизнеса не позволяют рассматривать модель EVA в оценке рыночной стоимости российского коммерческого банка.

Модель Ольсона – EBO (Edwards-Bell-Ohlson) [5]: стоимость компании выражается через текущую стоимость ее чистых активов и дисконтированный поток остаточной прибыли (residual income) компании. Подход, применяемый в модели Ольсона, тесно переплетается с концепцией экономической добавленной стоимости – EVA. В модели EBO нормальные доходы определяются величиной активов компании и ставкой дисконтирования. Наличие избыточных доходов – остаточной прибыли – связано с особым положением компании на рынке, т.е. фактически с гудвиллом компании.

Расчеты по модели EBO осуществляются методом дисконтирования денежных подходов в рамках доходного подхода. При этом терминальная стоимость, по существу, представляет собой стоимость компании при прекращении ее деятельности – ликвидации, поскольку определяется на основе будущей остаточной прибыли. В целом недостатки модели EBO аналогичны недостаткам модели EVA, что не позволяет рекомендовать ее использование в оценке рыночной стоимости российского коммерческого банка.

Метод реальных опционов – ROV-метод (от англ. Real Options Valuation), разработанный для оценки стоимости акций на фондовом рынке. Вектор экономики | www.vectoreconomy.ru | СМИ Эл № ФС 77-66790, ISSN 2500-3666

Данный метод основан на теории реальных, или управленческих, опционов, и представляет собой объединение экономических, финансовых и управленческих положений и разных подходов к прогнозированию денежных потоков с учетом различной степени неопределенности доходов, прибыли, издержек и иных факторов на стадии функционирования объектов оценки.

Среди российских оценщиков бизнеса наибольшей популярностью пользуется модель Блэка-Шоулза (Black-Scholes option pricing model). Рыночная стоимость компании по модели Блэка-Шоулза [6] является функцией пяти переменных: стоимости активов, стоимости обязательств, безрисковой ставки, дюрации (средневзвешенной оборачиваемости) долга и среднеквадратичного годового рыночного отклонения стоимости акций. В данной модели под ценой актива понимается текущая рыночная стоимость оцениваемой компании, а под стоимостью исполнения опциона – номинальная стоимость долга. При этом под исполнением опциона понимается гипотетическая ликвидация компании с погашением всей имеющейся задолженности за счет ее активов, т.е. компания как будто «продает» свои активы кредиторам с правом их выкупа по цене долга через определенное время.

Метод реальных опционов несет в себе черты как затратного подхода (рыночная стоимость капитала определяются как активы за вычетом обязательств), так и доходного подхода (используется дисконтирование денежных потоков при расчете параметров модели).

Модель реальных опционов в российской практике наиболее часто применяется для оценки инвестиционных проектов. Вместе с тем, полагаем, что в оценке рыночной стоимости банка использование метода реальных опционов является полезным дополнением другим методам, поскольку данный метод предполагает погашение обязательств активами, т.е. отражает основной банковский риск – риск ликвидности.

Сводная характеристика основных подходов и методов оценки рыночной стоимости бизнеса приведена в таблице ниже.

Таблица.

Характеристика основных подходов и методов оценки рыночной стоимости бизнеса

Подход/метод	Основа оценки	Преимущества	Недостатки
Традиционные (зафиксированы в Стандартах оценки)			
Затратный подход: – метод чистых активов; – метод ликвидационной стоимости	Оценка на основе активов: собственные средства определяются как активы за вычетом обязательств	Возможность определения реальной величины собственных средств	Не учитывает гудвилл. Статичен – не учитывает потенциал бизнеса
Сравнительный подход: – метод мультипликаторов; – метод сравнительных продаж	Сравнение со сходными объектами, цена которых на рынке уже известна	Отражает текущую рыночную стоимость на фондовом рынке и на рынке M&A	Труднодоступные данные при неразвитом фондовом рынке и рынке M&A
Доходный подход: – метод дисконтирования денежных потоков; – метод капитализации	Оценка на основе ожидаемых в будущем (предсказываемых) денежных потоков	Учитывает потенциал бизнеса, будущие ожидания	Сложность в точности прогнозирования, много допущений
Нетрадиционные			
Модель экономической добавленной стоимости (EVA)	Рыночная стоимость равна сумме чистых активов и дисконтированного потока EVA	Включает элементы затратного подхода (метода чистых активов) и доходного подхода (метода дисконтирования денежных потоков)	Наличие противоречивых эмпирических данных о наличии связи показателя EVA с рыночной стоимостью
Модель Ольсона	Рыночная	Включает	Отсутствие

Подход/метод	Основа оценки	Преимущества	Недостатки
(ЕВО)	стоимость равна сумме чистых активов и дисконтированного потока остаточной прибыли ЕВО	элементы затратного подхода (метода чистых активов) и доходного подхода (метода дисконтирования денежных потоков)	эмпирических данных о наличии связи показателя ЕВО с рыночной стоимостью на российском рынке
Метод реальных опционов (ROV), модель Блэка-Шоулза	Рыночная стоимость рассчитывается на основе взвешенных с учетом вероятностных параметров показателей: активы за вычетом обязательств	Включает элементы затратного подхода (метода чистых активов) и доходного подхода (метода дисконтирования денежных потоков), учитывает вероятностные параметры	Неоднозначность определения параметров модели, сложность расчетов

Как следует из результатов анализа, все существующие подходы и методы оценки имеют определенные недостатки, универсального способа пока не найдено.

По результатам исследования сделаны следующие выводы:

а) традиционные (классические) подходы, закрепленных в Стандартах оценочной деятельности, имеют свои достоинства и недостатки:

– затратный подход позволяет определить реальное значение собственных средств банка. Однако он статичен, результат оценки представляет собой стоимость собственных средств на основе отраженных на балансе банка материальных активов, не учитывает нематериальные активы – гудвилл, потенциал развития;

– сравнительный или рыночный подход отражает текущую рыночную стоимость бизнеса на фондовом рынке и на рынке M&A. Этот подход является наиболее распространенным при оценке коммерческих банков, а в качестве мультипликатора используется P/BV (цена – балансовая стоимость). Однако, данный подход также статичен. Кроме того, существуют трудности оценки, обусловленные неразвитым фондовым рынком;

– доходный подход предполагает оценку будущих ожиданий, широко используется в оценочной практике. Однако, в современных условиях точность такой оценки весьма сомнительна, поскольку в ее основе лежат многочисленные факторы неопределенности.

б) несовершенство традиционных подходов обусловило появление новых – нетрадиционных подходов и методов оценки рыночной стоимости бизнеса, которые напрямую нельзя отнести к одному из традиционных (классических) подходов:

– модель экономической добавленной стоимости (EVA) и модель Ольсона (EVO) сочетают элементы затратного и доходного подходов. Однако указанные модели не имеют достаточных эмпирических данных, подтверждающих адекватную оценку рыночной стоимости банков при применении моделей в российских условиях, что не позволяет рекомендовать их использование в оценке рыночной стоимости российского коммерческого банка;

– метод реальных опционов (ROV) сочетает элементы затратного и доходного подходов. В оценке рыночной стоимости банка использование данного метода является полезным дополнением другим методам, поскольку данный метод предполагает погашение обязательств активами, т.е. отражает основной банковский риск – риск ликвидности.

На основе проведенного анализа выбраны следующие подходы и методы, которые целесообразно использовать в оценке рыночной стоимости

коммерческого банка: затратный подход, метод скорректированных чистых активов; доходный подход, метод капитализации; рыночный подход, метод рыночных сделок; метод реальных опционов.

Библиографический список

1. Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО №1)» [Электронный ресурс]: приказ Минэкономразвития РФ от 20.07.2007 №256 (ред. от 22.10.2010). Доступ из справ.-правовой системы «КонсультантПлюс».
2. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст] / А. Г. Грязнова [и др.]. - М.: Интерреклама, 2003. – 544 с.
3. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Колер, Дж. Мурин; пер. с англ. Н. Н. Барышникова. - 3-е изд., перераб. и доп. – М. : ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005 – 554 с.
4. Маршалл, А. Принципы экономической науки [Текст] / А. Маршалл; пер. с англ. – М.: Прогресс, 1993. Т. 2. – 310 с.
5. Edwards E. O. ^The theory and measurement of business income / By Edgar O. Edwards [and] Philip W. Bell. — Berkeley, Los Angeles : Univ. of California press, 1961. — XVIII, 323 p.
6. Black F. The Pricing of Options and Corporate Liabilities / Fischer Black, Myron Scholes – Electronic data – Chicago : JSTOR, 1973. - Mode of access: <http://www.jstor.org/discover/10.2307/1831029?uid=3738936&uid=2&uid=4&sid=21101156502571> - Title from screen.

Конфликт интересов отсутствует.

There is no conflict of interest.

Оригинальность 81%