

# УПРАВЛЕНИЕ, ВЫЧИСЛИТЕЛЬНАЯ ТЕХНИКА И ИНФОРМАТИКА

## 8. ПРОБЛЕМЫ ИНВЕСТИРОВАНИЯ

### 8.1. ПРОБЛЕМЫ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА В РОССИИ И ВОЗМОЖНОСТЬ ИХ РЕШЕНИЯ

Мозгалева Т.Н., аспирантка кафедры  
«Финансы и кредит» экономического факультета

МГУ им. М.В. Ломоносова

#### Актуальность темы

На современном этапе развития финансового сектора возможность привлечения дополнительных ресурсов и инвестиций в коммерческий банк с целью дальнейшего развития обусловлена степенью его финансовой устойчивости. При этом серьезной проблемой выбора объекта для проведения реорганизации является оценка его рыночной стоимости.

#### Основные практические результаты

В данной статье проанализирована возможность использования в современных российских условиях западных подходов (доходный, рыночный и затратный) и методов (DCF, капитализации, компани-аналога, отраслевых коэффициентов, чистых активов) к оценке рыночной стоимости КБ. Получены следующие важные результаты:

1. Выявлены основные специфические черты банковского сектора РФ, непосредственно влияющие на величину рыночной стоимости отечественных банков и которые, соответственно, необходимо учитывать при проведении оценки:
    - наличие «друтого» капитала у многих банков России;
    - «Рисование» балансов (использование технических, схемных доходов и расходов);
    - наличие у банка не только скрытых активов, но и скрытых обязательств (неучтенные авали, векселя, некач. кредиты и пр.);
    - прогноз стремительного роста банковского сектора РФ;
    - тенденция к транспарентности;
    - введение системы страхования вкладов физических лиц.
  2. В ходе анализа мы пришли к выводу относительно необходимости совершенствования тех или иных методов оценки рыночной стоимости КБ в России, а также показали, что не каждый метод оценки пригоден на современном этапе развития российского банковского сектора к оценке рыночной стоимости российского банка.
  3. Мы предлагаем использовать в ходе оценки рыночной стоимости КБ РФ микс между методом DCF и чистых активов, используя преимущества каждого для учета специфических особенностей российских банков: метод DCF позволит учесть будущие тенденции развития банка (банковского сектора), а метод чистых активов – специфику балансов и ценность введения системы страхования вкладов населения.
- Помимо этого в статье критически представлена и теоретическая база:
1. Выявлены и проанализированы специфические черты банковского бизнеса, влияющие на процесс оценки.
  2. Систематизированы и охарактеризованы основные подходы и методы к оценке рыночной стоимости КБ.

*По мере необходимости на примерах показана реализация тех или иных теоретических/практических положений. Для наглядности изложения материала автором используются таблицы и схемы.*

В последнее время банковский сектор переживает во всем мире серьезные преобразования, вызванные глобализацией финансовых рынков, процессами приватизации, дерегулирования. Все это привело к усилению конкуренции между финансовыми институтами, росту популярности среди населения небанковских форм помещения и займа средств. Под воздействием этих факторов банкам приходится брать на себя дополнительные

риски для того, чтобы не потерять свои позиции на рынке и свою прибыльность. Банки активизировались на рынках развивающихся стран, предоставляя там большие объемы кредитов, завоевывая рынок финансовых услуг.

Неизбежным следствием роста конкуренции на ссудо-сберегательном рынке, роста запросов клиентов стала широкомасштабная реорганизация банковской отрасли, проявляющаяся, прежде всего, в процессе консолидации и реорганизации банковских активов по всему миру. Так, начиная с середины 80-х и до конца 90-х гг., в мире проведено более 126,3 тыс. сделок в виде слияний и поглощений, в том числе около половины из них – в сфере банковских услуг<sup>1</sup>.

Данный процесс характерен не только для развитых стран, но и для развивающихся. Стоимостные объемы сделок конечно несопоставимы, но тенденция набирает обороты. Приведем несколько цифр для примера.

В 2003 г. было объявлено о сделке размером 47,8 млрд. долларов США<sup>2</sup>: Bank of America и FleetBoston Financial, третий и седьмой банки США по объемам активов, объявили о слиянии. В результате появился второй по величине банк США, вошедший также в пятерку крупнейших банков мира по активам.

В 2000 г. итальянский банк UniCredito заплатил за 51% акций польского банка Pekao S.A. 1,1 млрд. долларов США, а Национальный Банк Кувейта заплатил за MISR American Bank 116 млн. долларов США для выхода на египетский рынок банковских услуг (при этом интересно, что уплаченная цена превышала стоимость активов MISR в 3-4 раза)<sup>3</sup>.

В Российской Федерации также данная тенденция имеет место и, по оценкам специалистов, будет усиливаться. Российский рынок слияний и поглощений, по оценкам 14.02.2005 г. экспертов журнала Mergers& Acquisitions, вырос в 2004 г. на 20% – до 22,9 млрд. долл.<sup>4</sup> Хотя основной интерес инвесторов в российской экономике (в большей степени иностранных) привлекает нефтегазовая и пищевая отрасли, по прогнозам аналитиков, в ближайшее время одной из основных областей приложения иностранного капитала в России станет банковская сфера, где зарубежные кредитные организации привлекает еще не освоенный рынок потребительского кредитования. Таким образом, в ближайшие годы в России ожидается рост сделок по слияниям в финансовой сфере – банки будут делить рынок потребительского кредитования.

Из последних сделок по приобретению российских КБ достаточно крупными можно считать присоединение в 2001 г. ЗАО «БАНК АВСТРИЯ КРЕДИТАНШТАЛТ (РОССИЯ)» к ЗАО «Международный Московский Банк», приобретение ОАО АИБ «Академхимбанком» у «Финансовой Группы МДМ» порядка 85% акций ЗАО «Конвер-

<sup>1</sup> Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 73.

<sup>2</sup> Оверченко М. Второй по размеру банк Америки // Ведомости. 28.10.2003.

<sup>3</sup> Скотт Буджи. Банки развивающихся стран Европы соблазняют инвесторов // Standard&Poor's, 30.06.2000.

<sup>4</sup> Источник: www.rbc.ru.

сбанк» 06.02.2003 г. за 65 млн. долларов США<sup>5</sup>, приобретение инвестиционным банком «НИКойл» КБ «Автобанк» в начале 2002 г. (при этом объявленная цена сделки составляет 15 млн. долларов США, но, по оценкам аналитиков, составляет не менее 100 млн. долларов США)<sup>6</sup>, покупку «НИКойлом» осенью 2003 г. 14% пакета акций КБ «Уралсиб» у Башкирского Правительства за 40 млн. долларов США<sup>7</sup>, покупку Холдингом Raiffeisen International (RI) – восточноевропейское подразделение австрийского банка Raiffeisen – российского ИМПЭКСБанка за 550 млн. долларов<sup>8</sup>, приобретение в 2006 г. Французской банковской группой Societe Generale сначала (10%-1 акция) ОАО АКБ РОСБАНКа за 317 млн. долл., а затем еще 10% на тех же условиях<sup>9</sup>.

Таким образом, на современном этапе развития финансового сектора возможность привлечения дополнительных ресурсов и инвестиций в коммерческий банк<sup>10</sup> с целью дальнейшего развития обусловлена степенью его финансовой устойчивости. При этом, серьезной проблемой выбора объекта для проведения реорганизации является оценка его рыночной стоимости.

Оценка стоимости банковского бизнеса является актуальной проблемой как с теоретической, так и с практической точки зрения. **Теоретический интерес** к теме оценки стоимости банка обусловлен тем, что отсутствует необходимая и достаточная теоретическая база, приемлемая для российских условий. Основной массив литературы, существующий в настоящее время, касающийся оценки стоимости бизнеса, посвящен описанию и разработке методов для оценки стоимости компаний реального сектора экономики. А банки (как и другие фирмы, оказывающие финансовые услуги) имеют свою специфику, затрудняющую процесс оценки стоимости. Имеющиеся западные разработки в области оценки стоимости банков не учитывают особенностей национальных (российских) коммерческих банков.

Данная проблема представляет собой серьезный **практический интерес**.

Во-первых, аналитики, оценивающие банки, сталкиваются с особыми проблемами, происходит это по двум причинам:

- трудность определения долга и реинвестиций, что усложняет оценку денежных потоков;
- банки подвергаются сильному регулированию, поэтому необходимо рассматривать последствия требований, связанных с этим регулированием.

Во-вторых, богатый накопленный опыт оценки стоимости банков на Западе на сегодняшний момент не может быть в чистом виде применен к оценке стоимости российских КБ (поскольку они обладают специфическими, уникальными особенностями).

## 1. ПОНЯТИЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ; БУХГАЛТЕРСКАЯ И ЭКОНОМИЧЕСКАЯ КОНЦЕПЦИИ СТОИМОСТИ

*Рыночная стоимость (market value)* – это расчетная величина, денежная сумма, за которую объект оценки должен переходить из рук в руки на дату оценки между

добровольным покупателем и добровольным продавцом в результате коммерческой сделки после адекватного маркетинга; при этом предполагается, что каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения.

Т.е. в понятие рыночной стоимости закладываются несколько важных характеристик:

- обе стороны сделки действуют добровольно, одна из сторон не обязана отчуждать объект оценки, а другая не обязана принимать его;
- стороны сделки обладают достаточно полной информацией о предмете их сделки;
- стороны действуют в своих интересах;
- объект оценки представлен на открытый рынок;
- цена сделки – разумное вознаграждение за объект оценки;
- принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо другой стороны не было;
- платеж за объект оценки представляется в денежной форме.

Говоря о стоимости, необходимо подчеркнуть ее отличие от цены сделки. *Цена (price)* – это лишь денежная сумма, уплаченная за объект. Также как и стоимость, цена – исторический факт, т.е. относится к вполне конкретному моменту времени, но в зависимости от особых конкретных интересов покупателя и продавца объекта оценки цена может отклоняться от стоимости (как в большую, так и в меньшую сторону).

Ценность КБ как фирмы, как своеобразного товара, на наш взгляд, определяется прежде всего его способностью генерировать доход, приносить владельцу прибыль в долгосрочной перспективе.

Показатели дохода и прибыли КБ отражаются в его отчете о прибылях и убытках (P&L, форма №2). Отчет о прибылях и убытках является, как и баланс банка, фотографией на определенную дату. Прибыль, отраженная в отчете на конкретную дату, не учитывает результаты незавершенных сделок (например, не учитывает будущий доход банка от возврата кредита и процентов по нему, неполученный доход от срочных операций), т.е. мы не имеем представления о перспективе, о будущих доходах и прибыли КБ. Однако, в практике очень популярна из-за своей простоты и понятности бухгалтерская модель (book value approach) анализа и оценки денежных потоков, сгенерированных прибылью КБ. Согласно этой модели, курс ценных бумаг (прежде всего акций) КБ как показатель, характеризующий ценность банка, определяется, прежде всего, уровнем объявленных доходов. Бухгалтерская модель при расчете курсов акций и доходов КБ оперирует лишь официальными балансовыми показателями, такими как, например, чистая прибыль в расчете на одну акцию, т.е.

*Текущий курс акций (курс акций на определенную дату) = k \* ЧПА,*

где

*k* – общеотраслевой коэффициент, представляющий собой среднее по отрасли соотношение цены акции и чистой прибыли на акцию (мультипликатор);

*ЧПА* – чистая прибыль на одну обыкновенную акцию организации.

Бухгалтерская модель КБ представляет баланс банка в виде следующего соотношения:

$$A = OB + SK,$$

где

*A* – активы КБ;

*OB* – обязательства КБ;

*SK* – собственный (акционерный) капитал КБ.

<sup>5</sup> www.mdmbank.ru.

<sup>6</sup> Газета Ведомости, 15.01.2002 г.

<sup>7</sup> www.gazeta.ru.

<sup>8</sup> Источник: www.rosinvest.com.

<sup>9</sup> Источник: www.rosbank.ru.

<sup>10</sup> Далее в работе будет использоваться общепринятое сокращение словосочетания «коммерческий банк» – «КБ».

Очевидно, что это лишь упрощенная модель КБ. В этом ее недостаток. Как мы видим из формулы, бухгалтерская модель ориентирована, прежде всего, на достижение краткосрочных целей функционирования КБ, таких как получение краткосрочной прибыли без учета долгосрочной перспективы развития банка (менеджеры стремятся, согласно этой модели, увеличить любой ценойсиюминутную прибыль для увеличения курса акций организации). При избрании такой модели нельзя говорить о том, что у банка есть стратегия развития бизнеса.

Дадим *определение стратегии*. В самом общем виде *стратегия* – это генеральное направление действия организации, следование которому в долгосрочной перспективе должно привести ее к цели. Стратегия выступает в виде целевых установок. Сиюминутная прибыль – это не целевая установка, это краткосрочная категория, это тактика КБ, а прибыль и доход на акцию в краткосрочной перспективе выступают ключевыми факторами ценности. В долгосрочном же плане подлинной стратегией успешного КБ является максимизация его рыночной стоимости. Целью данной работы не является доказательство преимуществ использования стоимостного подхода к управлению организацией. Отметим лишь тот факт, что управление стоимостью воспринимается как интегрирующий процесс, направленный на качественное улучшение стратегических и оперативных решений на всех уровнях организации за счет концентрации общих усилий на ключевых факторах стоимости. Покажем вышесказанное схематически (см. рис. 1).

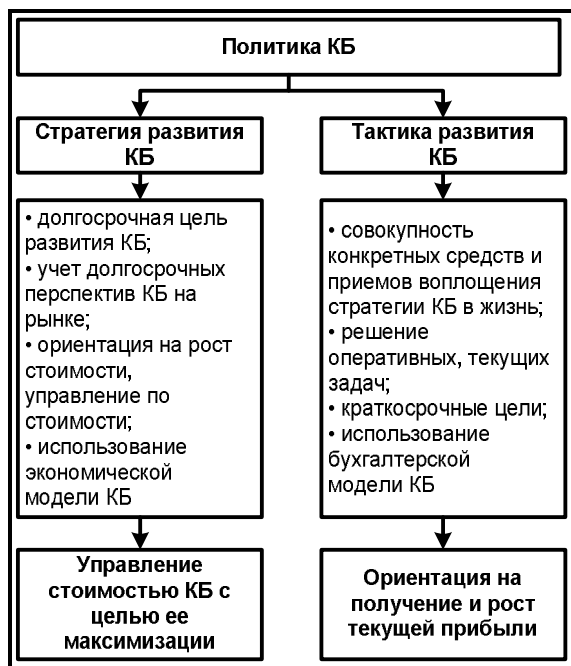


Рис. 1. Стратегия и тактика развития КБ

Таким образом, как мы видим, бухгалтерская модель не учитывает перспектив работы КБ, его долгосрочного будущего, не учитывает факторы риска. Поэтому эта модель не может быть использована при оценке рыночной стоимости КБ. Кроме того, бухгалтерская модель, что самое важное, на наш взгляд, не учитывает экономический имидж, положение банка на рынке, стабильность его ресурсной (клиентской) базы, уровень конкуренции. Эти важные факторы отражены в экономической модели (market value approach) органи-

зации. В экономической модели учитываются также будущие ожидания относительно денежных потоков, генерируемых организацией. В отличие от бухгалтерской экономической модель КБ определяется его стратегией, т.е. ориентирована на максимизацию его рыночной стоимости.

Экономическую модель, также как и бухгалтерскую, можно упрощенно представить в виде формулы:

$$A_p + HA_p = OB_p + SK_p,$$

где

$A_p$  – рыночная стоимость активов КБ;

$HA_p$  – рыночная оценка неосязаемых активов КБ;

$OB_p$  – рыночная стоимость обязательств КБ;

$SK_p$  – рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала КБ<sup>11</sup>.

В этом выражении добавлено слагаемое – неосязаемые активы. К ним можно отнести такие важные составляющие банковского бизнеса как имидж, гарантии со стороны третьих лиц, лицензии, патенты, устойчивые взаимоотношения с клиентами, разветвленная филиальная сеть, ценность самого имени банка и др. Обобщенно неосязаемые активы будем называть *Goodwill*.

Как видно из формул, бухгалтерская и экономическая модели дают разные результаты оценки стоимости КБ. В отличие от бухгалтерской модели экономическая учитывает такие важные факторы деятельности банка как риск и *ожидаемый* доход. Исходя из концепции экономической модели становится понятно, почему бывают случаи, что КБ с отрицательным балансовым капиталом воспринимается рынком и является объектом слияний и поглощений.

Таким образом, учитывая доход, фактор времени и риск, экономическая модель дает более правильное представление о стоимости КБ, раскрывает важные источники, так называемого, скрытого капитала организации, а именно: разницу между рыночной и балансовой оценками активов КБ и недоучет в бухгалтерской модели *Goodwill*.

Это ярко отражают следующие цифры: по оценкам экспертов, рыночная стоимость американских и европейских банков в 2,5-3,5 раза превышает их балансовую стоимость, а за бразильские банки инвесторы готовы заплатить только около 80% их балансовой стоимости<sup>12</sup>.

## 2. КОММЕРЧЕСКИЙ БАНК КАК СПЕЦИФИЧЕСКИЙ ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

КБ относится к наиболее сложным видам компаний для проведения оценки рыночной стоимости в силу своих специфических особенностей. Особенность банковского бизнеса заключается, прежде всего, в рефинансировании не собственных, а заемных средств, привлеченных банком под конкретные активные операции, которые по своей сути являются финансовыми решениями, принятыми менеджментом КБ без прямого разрешения на эти действия со стороны владельцев денежных средств.

Остальные черты, отличающие банковский бизнес от другой деятельности, можно сгруппировать, по нашему мнению, следующим образом:

<sup>11</sup> Далее в работе будем пользоваться следующим сокращением: «Неосязаемые активы» – «Goodwill».

<sup>12</sup> Источник: Тройка Диалог, Bloomberg.

1. Жесткий (по сравнению с компаниями нефинансового сектора) режим контроля КБ со стороны государственных органов.
2. Низкий уровень собственного капитала, большая доля заемных средств и высокая степень концентрации рисков на балансе КБ.
3. Особенности бухучета КБ.
4. Наличие особых неосязаемых активов у КБ.

Прокомментируем каждый из отличительных признаков подробнее.

**1. Жесткий режим контроля** за деятельностью банков со стороны государственных органов проявляется, прежде всего, в установлении определенных требований к КБ, прописанных в различных инструкциях, правилах, положениях контролируемыми органами. Так, в России ЦБ РФ нормативно устанавливает правила проведения банковских операций (Положение ЦБ РФ от 5 декабря 2002 г. № 205-П «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории РФ»<sup>13</sup>), в целях обеспечения экономических условий устойчивого функционирования банковской системы РФ, защиты интересов вкладчиков и кредиторов ЦБ РФ установил для КБ обязательные нормативы (раньше они были прописаны в Инструкции ЦБ РФ от 1 октября 1997 г. №1 «О порядке регулирования деятельности банков»<sup>14</sup>, с 01.04.2004 г. в действие введена в действие Инструкция ЦБ РФ от 16 января 2004 г. № 110-И «Об обязательных нормативах банков»<sup>15</sup>). Новая инструкция упразднила обязательность нескольких нормативов, предписанных к обязательному исполнению в Инструкции №1. Однако говорить о снижении степени контроля нельзя, это всего лишь заблуждение. Одновременно с Инструкцией №110-И Банк России ввел Указание от 16 января 2004 г. № 1379-У «Об оценке финансовой устойчивости банка в целях признания ее достаточной для участия в системе страхования вкладов», в котором фактически ужесточил свои требования к КБ, разработав пять групп показателей финансовой устойчивости (используя бальную систему). Согласно полученным значениям не все банки на сегодняшний день способны на участие в системе страхования вкладов. Если в течение трех месяцев со времени вступления в силу Федерального Закона РФ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» (подписан Президентом РФ 23.12.2003 г.) банк не будет удовлетворять предъявленным требованиям, то будет введен запрет на привлечение таким КБ во вклады денежных средств физических лиц и открытие банком счетов физических лиц. Это, фактически, будет означать потерю значительного объема средств финансирования деятельности, в конечном счете такой банк не сможет в долгосрочной перспективе самостоятельно, успешно функционировать в жесткой конкурентной среде на судосберегательном рынке.

Повышенное внимание со стороны регулирующих органов (не только в РФ) уделяется капиталу банка. К капиталу банка предъявляется два требования: минимальный размер капитала и адекватность его уровню риска. Эти требования важны, поскольку достаточность капитала – это механизм ограничения рисков, принимаемых на себя банками.

<sup>13</sup> В дальнейшем в работе будем употреблять сокращенное название: Положение № 205-П.

<sup>14</sup> В дальнейшем в работе будем употреблять сокращенное название инструкции: Инструкция №1.

<sup>15</sup> В дальнейшем в работе будем употреблять сокращенное название инструкции: Инструкция № 110-И.

Жесткость контроля проявляется еще и в огромном количестве форм отчетности, которые КБ обязаны сдавать в регулирующие инстанции, и в периодичности сдачи таких отчетов. Так, например, в России банки обязаны на ежедневной или еженедельной основе (в зависимости от размера банка и Учетной политики банка) сдавать в ЦБ РФ отчеты об открытых валютных позициях КБ.

Последствия за несвоевременную сдачу или за недостоверность информации, содержащейся в отчетах КБ, крайне серьезные: от штрафа до отзыва лицензии на проведение отдельных видов операций или на осуществление банковской деятельности.

**2. Сравнительный анализ баланса фирмы и банка** показывает, что существуют различия в структуре балансов этих организаций. Различия касаются, прежде всего, пропорций, а именно: считается, что в среднем актив баланса фирмы примерно на 60% состоит из оборотных активов, на 40% – из основных средств, а пассив – на 60% из текущих и долгосрочных обязательств компании, на 40% из собственного капитала<sup>16</sup>. Банк имеет кардинально другие соотношения. Т.к. основной товар и ресурс КБ – это денежные средства, финансовые инструменты, то для КБ характерен очень небольшой удельный вес материальных активов (от порядка 1% до 2-3%)<sup>17</sup>. Собственные средства (капитал) банковского сектора в процентах к активам на 01.01.2006 г. составили 12,7%<sup>18</sup>.

Большое значение для КБ имеет поддержание ликвидности<sup>19</sup> его баланса. Поэтому КБ обязаны иметь в своем портфеле активов оптимальное соотношение между ликвидными, малорисковыми (касса, государственные ценные бумаги, ценные бумаги голубых фишек) и доходными активами (долгосрочные ценные бумаги, кредитный портфель) с целью обеспечения адекватности и достаточности капитала банка и поддержания его ликвидности.

Соответственно, исходя из структуры баланса, можем сделать вывод о высоких рисках, принимаемых на себя банками. Банки постоянно находятся в ситуации неопределенности, очень сложно точно определить, какая часть бухгалтерской прибыли теряется в результате изменения процентных ставок на рынке, колебания доходности на рынке ценных бумаг, курса национальной валюты по отношению к иностранным, предвидеть финансовые результаты по незавершенным сделкам (например, вернется ли в полной мере выданный кредит и получит ли банк процентное вознаграждение по этой операции).

Деятельность КБ – это операции с денежными средствами, которые находятся в постоянном движении, денежные средства поступают в банк и затем размещаются с прибылью. Если иссяк какой-либо источник, у банка нет дополнительного буфера (кроме капитала), такого как, например, складские запасы, реализовав которые в неблагоприятной ситуации, компания получит необходимые средства для проведения запланированных операций.

Таким образом, в условиях высокого риска, банк при недостаточной квалификации и опытности ключевых

<sup>16</sup> Решоткин К.А. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2002. С. 20.

<sup>17</sup> Балансы КБ ([www.cbr.ru](http://www.cbr.ru)) и Решоткин К.А. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2002. С. 21.

<sup>18</sup> Обзор банковского сектора Российской Федерации (Интернет-версия). Январь 2007 г.

<sup>19</sup> Ликвидность банка – способность банка обеспечить своевременное выполнение своих обязательств.

менеджеров легко может потерять свою платежеспособность.

3. *Бухгалтерский учет в банке* как и его деятельность действительно уникален. Все операции банка виртуальны, их результат можно увидеть на бумаге, в отчете в виде цифрового значения. Операции банка нематериальны, банк не производит физический товар.

Кроме того, число бухгалтерских операций в банке ежедневно может достигать нескольких тысяч. Поэтому система бухучета в КБ отличается своей оперативностью, высокой степенью компьютеризации, наличием многочисленного штата профессиональных сотрудников-бухгалтеров.

Кредитные организации (в том числе и КБ) имеют отличный от предприятий план счетов бухгалтерского учета.

В настоящее время система бухучета в России подвержена сильным изменениям. Последнее десятилетие характеризуется сменой плана счетов, устранением активно-пассивных счетов, переходом от кассового метода к методу начислений, все большим приближением российских стандартов бухгалтерского учета к международным (МСФО). Столь динамично меняющаяся система учета характерна только для банковской отрасли.

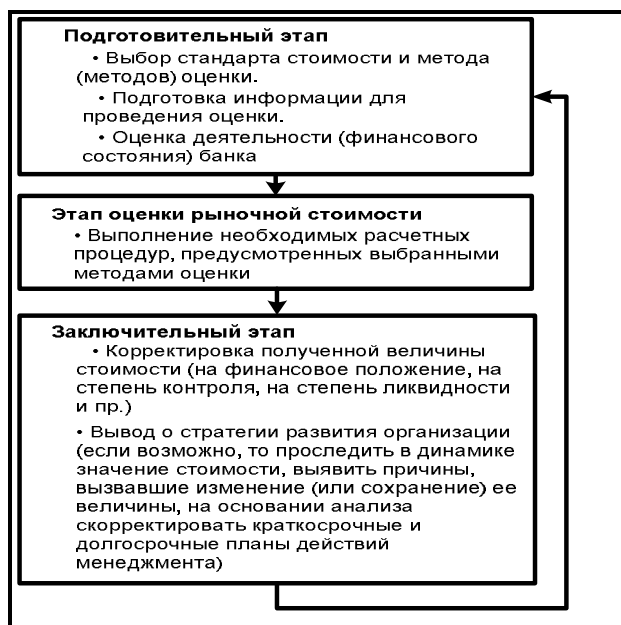


Рис. 2. Этапы процесса оценки рыночной стоимости банка<sup>20</sup>

<sup>20</sup> Оценка деятельности банка (в идеале) – это ежедневная работа менеджеров, текущее управление невозможно без непрерывного анализа банковских рисков. Можно выделить, на наш взгляд, три основных подхода к оценке финансового положения организации для целей оценки бизнеса.

*Первый подход* предполагает организацию учета активов и пассивов КБ по срокам их погашения, что позволяет устанавливать верно интенсивность будущих денежных поступлений и проверять их достаточность на отдельные моменты (промежутки) времени. К основным методам можно отнести расчет дюрации (duration) – длительности активов и пассивов банка, а также GAP-анализ, позволяющий, прежде всего, исследовать чувствительность процентного дохода банка и процентной маржи к изменению процентных ставок.

*Второй подход* основан на использовании специального баланса ликвидности, позволяющего устанавливать финансовое положение банка. При составлении такого баланса статьи бухгалтерского баланса перегруппировываются в зависимости от скорости их оборота. Сопоставляя части актива, реализуемых к определенному сро-

4. Конечно наличие таких *неосязаемых активов*, как имидж фирмы, деловая репутация, стабильность клиентской базы, дружественные отношения с кредиторами и кредиторами, лицензии, патенты, доступ к уникальным рынкам, характерно не только для КБ, но и для многих фирм. Однако КБ обладает и неким уникальным активом, который не отражен в балансе, – это гарантия правительства. Эта гарантия заключается в наличии в стране системы страхования вкладов граждан. Система страхования вкладов действует практически во всех экономически развитых странах. Так, в США Федеральная Корпорация страхования депозитов была создана еще в 1934 г. В России также, наконец, введен в действие Федеральный Закон РФ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации», и с 2004 г. функционирует Агентство по страхованию вкладов.

Система страхования вкладов населения способна остановить массовое изъятие средств населением из КБ в случае банкротства отдельного банка, система увеличивает доверие населения к банковской системе. Банк, который является участником системы страхования имеет более стабильную ресурсную базу и обладает большей надежностью для вкладчика по сравнению с другими банками. Поддержка правительства дает банку конкурентное преимущество перед другими финансовыми учреждениями.

Таким образом, как мы видим, КБ обладают большим количеством специфических особенностей по сравнению с другими компаниями. Они влияют на процесс оценки стоимости КБ, их необходимо учитывать при использовании того или иного метода оценки рыночной стоимости для получения более достоверных и обоснованных результатов.

### 3. СОВРЕМЕННЫЕ ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БАНКА

Оценка стоимости банка – широкое, комплексное понятие, она является стратегической задачей менеджмента. Мы предлагаем выделять три этапа в процессе оценки рыночной стоимости КБ (см. рис. 2).

Теоретики и практики выделяют целый ряд методов, которые можно использовать при оценке стоимости КБ. Принятая классификация такова (см. рис. 3).

у, с частями пассива, которые к этому моменту должны быть погашены, устанавливается величина излишка или дефицита ликвидности (разрыв ликвидности). Такой подход реализован Инструкцией от 01 октября 1997 г. №17 «О составлении финансовой отчетности», а именно, в Приложении №17 к настоящей инструкции (Форма №125). Дополнительно рассматриваются обязательные нормативы ликвидности, установленные ЦБ РФ.

*Третий подход* мы связываем с использованием различных показателей, коэффициентов, вычисляемых на основе сравнения объема отдельных средств и источников, сложившихся по состоянию на конкретный момент времени (ROE, ROA, EVA, MVA и пр.). Практическое использование любого показателя связано с установлением критического уровня, позволяющего классифицировать финансовое состояние банка. Сюда же мы относим и рейтингование банков, которое позволяет определить степень надежности КБ (например, надзорные органы США применяют широко известную рейтинговую систему CAMEL(S), в Нидерландах применяют систему комплексного анализа рисков RAST, в Англии – RATE и пр. Кроме надзорных рейтинговых систем существует и множество рейтингов, присваиваемых соответствующими агентствами: Standard&Poor's, Moody's, RA Интерфакс и др.).

Такая классификация принята в международной практике оценочной деятельности, она согласуется и с российскими стандартами оценки (см. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденные Постановлением Правительства РФ от 06 июля 2001 г. № 519). Данное деление методологического аппарата оценки обусловлено, с одной стороны, влиянием цели проведения оценки на выбор конкретных методов и приемов, а с другой, – возможностью рассматривать банковский бизнес с различных позиций – с точки зрения приносимого дохода и потенциальных будущих выгод, затрат на создание и поддержание действующего бизнеса, с позиции восприятия банка рынком.

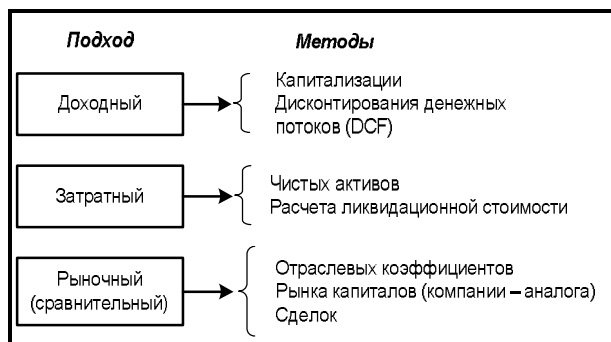


Рис. 3. Оценка стоимости КБ

Рассмотрим каждый подход и методы, включенные в них, более подробно.

### 3.1. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА (INCOM APPROACH)

Доходный подход – основной при определении рыночной стоимости банка как действующего предприятия. Это связано с тем, что принятие решения о вложении капитала в бизнес определяется, прежде всего, величиной дохода, который инвестор планирует получить в будущем.

В соответствии с российскими стандартами оценки, доходный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемого дохода от объекта оценки.

При оценке рыночной стоимости банка в рамках доходного подхода обычно выделяют метод капитализации и метод DCF.

#### 3.1.1 Метод капитализации

Основной предпосылкой метода капитализации является предположение о стабильности доходов или денежных потоков (CF) банка и умеренности и предсказуемости темпов их роста. Как и другие методы доходного подхода, метод капитализации основан на предположении, в соответствии с которым стоимость банка равна текущей стоимости ожидаемых будущих доходов. Таким образом, суть метода заключается в том, что оценщиком определяется величина ежегодного (или ежеквартального и пр., в зависимости от выбранной периодичности) дохода и соответствующая этому доходу ставка капитализации, на основании которых рассчитывается рыночная стоимость КБ. Метод капитализации выражается следующей формулой:

$$V = Y/R,$$

где  $V$  – стоимость банка;

$Y$  – чистый доход банка (чистая прибыль или денежный поток);

$R$  – коэффициент капитализации.

Данный метод получил свое название исходя из своей сути, т.к. капитализация дохода – это процесс пересчета потока будущих (прошлых, настоящих) доходов в единую сумму текущей стоимости.

Остановимся подробнее на вопросе выбора показателя чистого дохода. Как мы отметили, это может быть чистая прибыль или денежный поток. Между этими показателями возникает значительная разница для одной и той же организации. Рассмотрим упрощенный пример (см. табл. 1).

Таблица 1

#### СРАВНЕНИЕ ПОКАЗАТЕЛЕЙ ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ И ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА ДЛЯ КБ

тыс. руб.

Показатель	Чистая прибыль (из отчета о Прибылях и убытках)	Денежный поток
Совокупный доход	336 774	336 774
Ссуды, по которым истек срок возврата	-	(55 000)
Поступление средств	-	281 774
Расходы (совокупные, включая изменение величины резерва на возможные потери)	330 296	330 296
Возврат кредитов банку	-	50 000
Новое предоставление средств заемщикам	-	(180 000)
Привлечение новых депозитов	-	200 000
Возврат депозитов, по которым истек срок	-	(120 000)
Расход средств	-	280 296
Финансовый результат	6 478	1 478

Как мы видим, значения чистой прибыли и денежного потока отличаются. Показатель CF безусловно является более точным с точки зрения отражения реальности, поток денежных средств учитывает поступления и расходование средств, происходящие из-за новых займов банка оплаты своих обязательств. Отчет о прибылях и убытках не дает нам информацию для расчета денежного потока. Для расчета CF аналитику необходимо привлекать дополнительную документацию. Это прежде всего Отчет об источниках и использовании средств, который входит в состав обязательных форм, составляемых банками, что закреплено в МСФО. Данный отчет предоставляет очень важную информацию о том, откуда в банк пришли средства, и как он их использовал в течение определенного периода времени:

**Средства, поступившие в банк за период времени = Средства от операций + Уменьшение активов + Прирост обязательств;**

**Средства, использованные банком в течение времени = Дивиденды, выплаченные акционерам + Прирост активов + Снижение долговых обязательств.**

В отличие от отчета о прибылях и убытках отчет об источниках и использовании средств учитывает изменения, произошедшие в балансе за период. Кроме того, амортизация и резервы на возможные потери по ссудам должны

включаться в CF. Механизм расчета чистой прибыли банка предполагает уменьшение доходов на расходы процентного и непроцентного характера, составляющей которых является амортизация. Это значит, что для получения величины CF чистая прибыль должна быть увеличена на величину амортизации, т.к. ее начисление не сопровождается реальным оттоком денежных средств. Особое место в потоках денежных средств занимают резервы на возможные потери по ссудам (РВПС). В момент их создания банк относит сумму резерва на расходы, которые при расчете налогооблагаемой базы либо не уменьшают размер прибыли, подлежащей налогообложению, либо сокращают ее размер в определенной доле. Любое увеличение расходов снижает результат операционной деятельности банка – чистую прибыль. Но, учитывая то обстоятельство, что банки обычно (российские) не создают достаточных резервов на возможные потери по ссудам (относя, по возможности, все кредитные и вексельные операции к первой группе риска), то целесообразно относить резервы к операциям, вызывающим отток денежных средств, т.к. досоздание резервов до необходимого уровня затронет показатель финансового результата. Таким образом, несмотря на то, что, по сути, создание резервов не является потоком денежных средств, однако, как свидетельствует практика, данные резервы могут быть включены в CF (как отток) вследствие того, что КБ не отражают реальные неплатежи по ссудам в своей отчетности (например, заключают договор о возможности пролонгации при непогашении). В случае досоздания резервов на возможные потери по ссудам по требованию органов надзора и аудиторов эти расходы приобретут реальное выражение, т.к. уменьшат прибыль банка.

Изобразим схематично денежный поток банка (см. табл. 2)<sup>21</sup>:

Таблица 2

СХЕМА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ КБ

Отчет о прибылях и убытках	Источник средств	Направления использования средств
Процентный доход	Кредиты к погашению	Новые кредиты
+ Комиссионные доходы	- Резервы и незаработанные доходы	+ Увеличение вложений в ценные бумаги
- Процентные расходы	= Чистые кредиты	+ Увеличение дебиторской задолженности
- Резервы по кредитным потерям	+ Увеличение депозитов	+ Увеличение чистых материальных активов
+ Непроцентные доходы	+ Увеличение внешнего долга	+ Увеличение других активов
- Непроцентные расходы (включая износ)	+ Увеличение других обязательств	- Уменьшение депозитов
+ Валютные доходы	+ Увеличение кредиторской задолженности	- Уменьшение внешнего долга
- Налоги	-	-
= Чистый доход	-	-
+ Нестандартные статьи (доходы или расходы от разовых сделок)	-	-
+ Износ	--	-

<sup>21</sup> Источник: Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 274.

Таким образом, денежные средства от операций (их можно вычислить на основании отчета о прибылях и убытках) должны корректироваться на приток денежных средств от прироста депозитов, средств, поступивших от продажи акций на рынке, возврата кредитов и др., а также уменьшаться на отток денежных средств, связанный с выдачей новых кредитов, возвратом депозитов, выкупом собственных акций (долей) у акционеров (собственников) и др. В результате соединения всех потоков денежных средств получаем денежный свободный поток (FCF) для акционеров.

$$\text{Денежные средства от операций} + \text{Источники} - \text{Использование средств} = \text{FCF для акционеров (к собственному капиталу)}^{22}$$

Если говорить о российской практике, то российские КБ также составляют отчет, подобный отчету об источниках и использовании средств, принятому в МСФО. Он назывался до 01.04.2004 г. «Сведения об объеме средств, привлеченных кредитной организацией, и их размещении» (Форма № 301, пятидневная), теперь в соответствии с Указанием ЦБ РФ № 1376-У от 16.01.2004 г. «О перечне, формах и порядке составления и предоставления форм отчетности кредитных организаций в Центральный Банк Российской Федерации» банки на пятидневной основе сдают по сути тот же самый отчет (только не в тыс. руб., а в млн. руб.) – «Отдельные показатели, характеризующие деятельность кредитной организации» (код формы: 0409301).

3.1.2. Метод дисконтирования денежных потоков (DCF)

Предпосылки метода DCF в принципе совпадают с предпосылками метода капитализации. Однако есть и существенное, выгодно отличающее метод DCF предположение. Метод дисконтирования денежных потоков учитывает возможность неравномерного изменения финансового результата в будущем. Именно потому, что метод DCF позволяет учесть будущие перспективы (самые разнообразные варианты развития бизнеса в будущем) он получил очень широкое распространение в западной практике.

Сущность метода DCF заключается в прогнозировании совокупного денежного потока КБ и его последующее дисконтирование, т.е. приведение к текущей стоимости.

Формально метод DCF можно представить так:

$$\text{Стоимость} = \text{Приведенная стоимость CF в течение прогнозного периода} + \text{Приведенная стоимость CF по завершении прогнозного периода};$$

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CFt}{(1+r_t)^t} + \text{продленная стоимость},$$

где  $r$  – ставка дисконтирования;

$CFt$  – денежный поток периода  $t$ .

Второе слагаемое – продленная стоимость (Terminal value) – это стоимость ожидаемого денежного потока организации за рамками определенного прогнозного периода (концепция действующего предприятия не ограничивает период деятельности банка временными рамками). Правильное определение продленной стоимости очень важно для стоимостной оценки, т.к. на

<sup>22</sup> Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. «Стоимость компаний: оценка и управление» McKinsey&Company, Inc.-2-е издание/Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. С. 502.

нее, зачастую, приходится существенная часть совокупной стоимости организации.

Западные эксперты разработали несколько подходов к определению продленной стоимости: формула бес­срочно растущего FCF, формула факторов стоимости, метод экономической прибыли, формула сходимости (конвергенции), формула активности и др.<sup>23</sup>. Все эти модели предполагают, что денежный поток организации в постпрогнозный период будет расти более менее по­стоянными темпами. Как правило, практики советуют пользоваться первым методом, поскольку остальные являются его следствием и, зачастую, приводят к не­верным результатам, т.к. пытаются включить в себя как можно больше самых разнообразных факторов, часто совершенно необоснованно.

Согласно формуле бес­срочно растущего FCF (фор­мула Гардона) будем для удобства пользоваться ан­глийской аббревиатурой:

$$\text{Продленная стоимость (TV)} = \frac{FCF_{t+1}}{wacc - g},$$

где

**FCF<sub>t+1</sub>** – нормальный **FCF** в первый год после за­вершения прогнозного периода;

**wacc** – средневзвешанные затраты на капитал;

**g** – ожидаемый средний темп роста **FCF** в бес­сроч­ной перспективе.

Существуют и модели переменного роста, когда де­нежный поток делится на два периода – начальный период непостоянного роста и сменяющий его период постоянного роста.

$$TV = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+wacc)^t} + \frac{FCF_{t+1}}{(wacc-g)} * \frac{1}{(1+wacc)^n},$$

где

**n** – ожидаемое число лет непостоянного роста;

**FCF<sub>t</sub>** – ожидаемый **FCF** в году **t** фазы непостоянного роста;

**FCF<sub>t+1</sub>** – первый ожидаемый **FCF** в фазе постоянно­го роста;

**g** – ожидаемый темп роста, когда компания достиг­нет стабильности.

Вторая модель требует от аналитика большого ис­кусства прогнозирования и экспертных оценок, она яв­ляется более трудоемкой и включает больший фактор субъективности, чем первая модель, поскольку разде­ление периода постпрогноза на две части – это экс­пертная оценка, содержащая множество предположе­ний о деятельности компании.

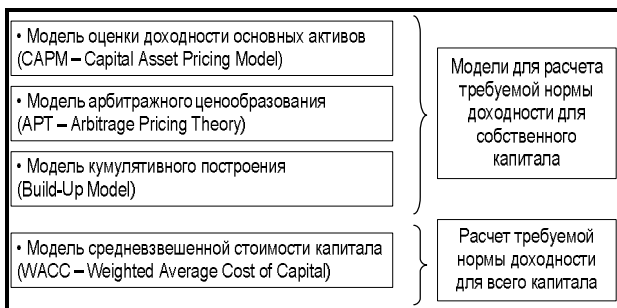


Рис. 4. Модели расчета ставки дисконтирования

<sup>23</sup> Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. «Стоимость компаний: оценка и управление» McKinsey&Company, Inc.-2-е издание/Пер. с англ. – М.: ЗОА «Олимп-Бизнес», 2000.

Существенным недостатком метода DCF является его аналитическая и техническая сложность. Это, пре­жде всего обусловлено сложностью расчета ставки дисконтирования. Существует несколько моделей ее определения, вот основные (см. рис. 4.).

Рассмотрим эти модели.

### Модель CAPM

В соответствии с моделью **CAPM** ставка дисконтиро­вания (требуемая инвесторами ставка дохода на соб­ственный капитал) равна:

$$r = Rf + \beta(Rm - Rf) + C,$$

где

**r** – ставка дисконтирования;

**Rf** – доходность безрисковых активов (Risk Free);

**β** – фактор систематического риска;

**Rm** – общая доходность рынка (среднерыночного портфеля ценных бумаг).

Модель **CAPM** дает более точный результат, если дополнительно учесть страновой риск (т.е. риск инве­стиций в данную страну) **C**.

### Модель APT

Модель **APT** – развитие модели **CAPM**. В отличие от **CAPM** **APT** учитывает несколько существенных фак­торов, определяющих доходность, а именно: риск ко­лебания индекса производства в данной отрасли, риск изменения краткосрочных процентных ставок, риск увеличения как краткосрочных, так и долгосрочных темпов инфляции, риск невыполнения обязательств партнерами и пр.

Формально **APT** выглядит так:

$$r = Rf + \beta_1(R1 - Rf) + \beta_2(R2 - Rf) + \dots + \beta_n(Rn - Rf),$$

где

**β<sub>i</sub>** – коэффициент корреляции доходности актива и показателя риска **i**, иначе, **β<sub>i</sub>** – это чувствительность актива к каждому учитываемому моделью фактору;

**(R<sub>i</sub> – Rf)** – премия за риск вложения в актив по фак­тору **i**.

### Модель Build-Up

Модель кумулятивного построения отличается от **APT** лишь тем, что учитывает уникальные риски, ха­рактерные для объекта оценки, такие как размер бан­ка, структура клиентской базы, уровень диверсифика­ции, качество руководства, стабильность источников финансирования и пр.

Формально модель Build-Up напоминает **APT**, но включает в себя больший набор факторов:

$$r = Rf + \beta_1(R1 - Rf) + \beta_2(R2 - Rf) + \dots + \beta_n(Rn - Rf) + \dots + \beta_z(Rz - Rf).$$

Эта модель расчета ставки дисконтирования (ожи­даемой доходности актива) является наиболее точной, но также считается наиболее субъективной и сложной для расчетов (трудно формально выразить все риски, присущие активу / организации).

### Модель WACC

Модель **WACC** позволяет рассчитать требуемую норму доходности для всего инвестированного капи­тала (собственный + заемный). Формально она пред­ставляется так:

$$WACC = (1 - T) * Wd * Cd + Wp * Cp + We * Ce,$$

где

**T** – ставка налога на прибыль;

**Wd** – доля заемн. капитала в структуре капитала банка;



**Cd** – стоимость привлечения заемного капитала;  
**Wp** – доля привилегированных акций в структуре капитала банка;

**Ср** – стоимость привлечения привилегированных акций;

**We** – доля обыкновенных акций в структуре капитала банка;

**Се** – стоимость привлечения обыкновенных акций.

Итак, для использования метода **DCF** мы должны определить соответствующую ставку дисконтирования. Для ее расчета необходимо определить **Rf**, **Rm** и **β**. Это наиболее сложный момент метода **DCF**.

### Безрисковая ставка Rf

Для определения **Rf** используют доходность безрисковых активов. Для ее определения в мировой практике применяют, как правило, ставку доходности по долгосрочным государственным ценным бумагам, т.к. считается, что государство способно обеспечить минимум риска вложения инвестиций<sup>24</sup>.

Подобными финансовыми инструментами в США являются казначейские векселя, десятилетние казначейские облигации и тридцатилетние казначейские облигации. В качестве возможных безрисковых ставок в пределах РФ автор встречал ставки по самым разнообразным инструментам:

1. Депозиты Сбербанка РФ и других надежных российских банков.
2. Западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран, LIBOR).
3. Ставки по межбанковским кредитам РФ (MIBID, MIBOR, MIACR).
4. Ставка рефинансирования ЦБ РФ.
5. Государственные облигации РФ.

Рассмотрим подробнее каждый из этих инструментов и проанализируем правомерность их применения в Российских условиях.

Применение ставок по депозитам Сбербанка РФ и других российских банков достаточно ограничено. Это связано с тем, что, во-первых, риск вложений в данные финансовые институты выше, чем риск вложения в государственные ценные бумаги, а, во-вторых, длительность сроков, на которые принимаются депозиты не продолжительны. Все это сужает возможности применения данных инструментов. Тем не менее, в оценочной практике встречаются случаи использования ставок по депозитам в качестве безрисковых.

Отказ от использования ставки LIBOR (Libor Inter Bank Offered Rate – ставка Лондонского межбанковского рынка по предоставлению кредитов) обуславливается ее краткосрочностью (не более одного года), а также более высокими уровнями риска по сравнению с вложениями в государственные ценные бумаги.

Среди государственных облигаций в оценочной практике наиболее целесообразно использовать 10-летние казначейские облигации США. Однако эти ставки не учитывают страновой риск РФ.

Ставки по межбанковским кредитам РФ рассчитываются сроком от 1 дня до 1 года. Очевидно, что использование значений данных ставок для расчета безрисковой доходности не является целесообразным, прежде всего, вследствие их краткосрочного характера. Кроме того, доходность, заложенная в межбанков-

ских кредитах, учитывает риск их невозврата, что также обуславливает необходимость отказа от использования данного инструмента в процессе оценки.

Ставка рефинансирования – процентная ставка, которую использует Центральный банк при предоставлении кредитов коммерческим банкам в порядке рефинансирования. На протяжении 1997-2006 годов размер данной ставки претерпевал колебания 29 раз: от 48% в период с 02.12.1996 г. по 09.02.1997 г. до 150% в период с 27.05.1998 по 04.06.1998 г., в настоящее время (с 29.01.2007 г.) ставка рефинансирования зафиксирована на уровне 10,5%. Поэтому применение данного инструмента в качестве безрисковой ставки также неуместно в силу его достаточно краткосрочного и колеблющегося характера.

Государственные облигации РФ представлены рублевыми и валютными финансовыми инструментами. Более разумными финансовыми инструментами при использовании их в качестве условно безрисковых активов являются валютные облигации РФ. Сроки их размещения являются более длительными, объем рынка данных ценных бумаг существенно выше, чем соответствующего рынка облигаций, выраженных в национальной валюте, уровень риска по ним ниже. Соответствующие суверенные рейтинги, присваиваемые международными агентствами, несколько выше, чем по займам в национальной валюте. Валютные облигации РФ представлены двумя видами: внутренним (ОВВЗ) и внешним (еврооблигации). Рискованность вложений в ОВВЗ оценивается инвесторами как более высокая, чем по еврооблигациям, что обуславливает целесообразность применения именно еврооблигаций в качестве условно безрискового актива.

Интересное исследование по поводу **Rf**, проведенное на основе межстрановых сравнений института Дьюка в Вашингтоне и информационного агентства Bloomberg, показывает, что безрисковая ставка доходности по странам бывшего СССР (в долларах США) составляет 4,5%, отличия по странам достигается за счет рыночных премий (т.е. аналитики берут одну базу для расчетов и варьируют премиями за риск). Так для российских компаний (**Rm – Rf**), по оценкам аналитиков, составляет в среднем 7,3% в год в долларах США<sup>25</sup>.

### Фактор β

**β** – коэффициент получают следующими способами:

- Подсчитывается и публикуется многими агентствами, например, Bloomberg, Merrill Lynch, ValueLine.
- Величину **β**-коэффициента можно определить, изучив то, как цена актива реагировала в прошлом на колебания рыночной конъюнктуры.
- Расчет может быть осуществлен при помощи статистических формул:

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(r_i, r_m)}{\text{var}(r_i, r_m)},$$

где

**ri** – средняя доходность по конкретным акциям (активам) за *i* период;

**rm** – доходность на рынке за период *i*.

Встречаются и другие формулы, например, Роберта Хамады:

$$\beta_L = \beta_u (1 + (1 - T)D/E),$$

где **D** – заемный капитал;

<sup>24</sup> Важно, что срок погашения инструмента, доходность которого принимаем в качестве безрисковой, должен покрывать прогнозный период.

<sup>25</sup> Источник: <http://www.shfm.ru/consalt/1/dcf.html>.

$E$  – собственный капитал;

$T$  – ставка налога;

$\beta_L$  –  $\beta$ -коэффициент, учитывающий эффект финансового рычага ( $Lf$ );

$\beta_u$  –  $\beta$ -коэффициент, не учитывающий эффект финансового рычага ( $Lf$ ).

Данную формулу применять к банкам нецелесообразно. В случае фирм из финансового сектора аспект финансовой структуры не исследуют по следующей причине: банки используют столько долга, сколько они могут себе позволить. Данное обстоятельство делает очень маловероятным ситуацию, при которой банки будут характеризоваться низким рычагом.

В России определить  $\beta$ -коэффициент для КБ объективно сложно, поскольку отсутствует рынок банковских акций (исключение – Сбербанк). Можно, конечно, взять  $\beta$  для Сбербанка (так, например, Московская Межбанковская Валютная Биржа еженедельно рассчитывает  $\beta$ -коэффициент по наиболее торгуемым компаниям, в их числе и Сбербанк.  $\beta$  для ОАО «Сбербанк» на 01.12.2006 г. составил порядка 0,93<sup>26</sup>) и добавить на основе экспертных оценок влияние специфических рисков конкретного банка, увеличив тем самым или уменьшив  $\beta$ -коэффициент, но это будет очень субъективная оценка.

В рамках статистического подхода невозможно рассчитать  $\beta$ -коэффициент на основе отечественных показателей. В этой связи некоторые аналитики предлагают использовать  $\beta$  для зарубежных банков в рамках метода подбора банков – аналогов. Таким образом, определение  $\beta$  для КБ в российских условиях требует не формального, а скорее творческого подхода.

### Среднерыночная доходность $R_m$

Под среднерыночной доходностью инвестор понимает не отдачу, которую может получить от любого вложения средств, а только отдачу от вложения средств в хорошо диверсифицированный портфель ценных бумаг. Поэтому среднерыночная доходность представляет собой доходность всего рынка в целом, а не инвестиции в отдельное предприятие или банк.

В российских условиях в качестве  $R_m$  можно брать сводные индексы, точнее, среднерыночную доходность определяют на основе динамики сводного индекса за длительный период, например индекса Российской Торговой Системы (РТС).

### Поправки

При использовании метода DCF аналитики в расчет конечной величины стоимости закладывают ряд поправок. Интерес представляет практический вопрос, включать ли в расчет ставки дисконтирования *учет инфляционного фактора*. С одной стороны, некоторые исследователи не включают параметр инфляции в расчет ставки дисконтирования, обосновывая свое решение тем, что безрисковый доход, например, по государственным облигациям, и так делает скидку на ожидаемый уровень инфляции в том размере, в котором будущие инфляционные условия повлияют на величину доходности акции банка: когда инфляция ослабевает, доходность снижается; когда инфляционные ожидания растут, растет и доходность акции.

Мы придерживаемся иного мнения. Эта точка зрения действительно объективна. Основной тезис, доказывающий верность этого подхода, заключается в том,

что, как правило, все процентные ставки имеют номинальное, а не реальное выражение. Т.е., если мы покупаем какой-либо актив или ценную бумагу, и нам обещают в качестве дохода заплатить некую сумму  $X$ , то нет гарантий, что эти  $X$  единиц в будущем периоде будут иметь ту же ценность, что и в настоящем. Иначе говоря, мы не можем знать точно, что именно мы сможем купить на эти  $X$  единиц. И инвесторы принимают этот факт во внимание, когда решают, какова обоснованная ставка процента по сделке.

Существует два варианта учета инфляционных ожиданий: во-первых, мы можем либо перевести все CF в номинальное выражение и дисконтировать их по номинальной ставке, либо, во-вторых, вычислить реальную ставку дисконтирования и использовать ее для дисконтирования реальных CF, т.е. числитель и знаменатель формулы дисконтирования должны быть обязательно согласованы между собой. При этом результаты от этих действий одинаковы<sup>27</sup>.

Реальную ставку дисконтирования вычисляют по следующей формуле:

$$r_{\text{реал.}} = \frac{1 + r_{\text{номин.}}}{1 + \text{темп инфляции}} - 1,$$

где в качестве темпа инфляции можно использовать индекс потребительских цен в стране (ИПЦ).

Помимо поправок на темп инфляции при использовании модели CAPM, на наш взгляд, при определении конечной величины стоимости банка можно произвести корректировки на размер организации, на положение в рейтингах (страновых и международных), на присвоенные рейтинги и пр. Эти поправки носят экспертный характер и не столь объективны, как учет инфляционных ожиданий. Также, часто корректируют полученную величину рыночной стоимости банка на избыток/недостаток собственного капитала над его требуемой величиной. Соответственно, избыток должен быть прибавлен, а отрицательный результат отнят от предварительно полученной величины стоимости.

Важным является факт того, что метод DCF не позволяет выявить стоимость стабильности вкладов банка, особенно при наличии системы страхования вкладов. Поэтому банкам следует делать надбавку к полученной стоимости, равную остатку по статье гарантированных вкладов, умноженную на среднегодовой взнос по этим вкладам<sup>28</sup>.

### 3.1.3 Выбор типа ставки дисконтирования и дисконтируемой базы для банка

Метод DCF – наиболее популярный при оценке рыночной стоимости банков в западной практике. При этом западные оценщики выделяют *два подхода к определению рыночной стоимости КБ методом DCF*:

1. Расчет будущих CF, генерируемых каждым подразделением банка в отдельности, дисконтированных по средневзвешанной стоимости капитала – **WACC** – (подход к оценке стоимости банка как целостной, непрерывно функционирующей структуре, метод единого объекта оценки).
2. Определение будущих свободных CF в адрес акционеров банка, дисконтированных по стоимости собственного капитала банка (оценка на основе капитала).

<sup>27</sup> Р. Брейли, С. Майерс. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. С. 106.

<sup>28</sup> Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. «Стоимость компаний: оценка и управление» McKinsey & Company, Inc.-2-е издание/Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. С.527-528.

<sup>26</sup> Источник: www.micex.ru.

Предпочтение отдается второму способу (в отличие от компаний, для которых предпочтительным является первый), хотя в математическом плане оба подхода равнозначны. Этот метод считается для банков лучшим, поскольку в силу особенностей банковского бизнеса его применять легче, т.к. в банковском деле определить, что такое долг, платежи по нему – нереально, деньги, привлекаемые для размещения – это не тот долг, который принято определять для компаний реального сектора, это скорее ресурсы. Соответственно CF до учета выплат по долгам и средневзвешанной стоимости капитала банка корректно оценить не представляется возможным. «Пользоваться для оценки банков методом единого объекта труднее, поскольку их основной источник финансирования – не займы на рынке капитала, а беспроцентные вклады клиентов, привлекаемые через банки по обслуживанию населения. Затраты на капитал, поступающий от таких вкладов, чрезвычайно сложно оценить...Применение этого метода к банкам порождает и еще одну проблему: разрыв между процентом, который банк получает по ссудам, и затратами на капитал настолько мал, что даже самые незначительные погрешности в вычислении затрат на капитал приводят к громадным расхождениям значений стоимости всего объекта оценки.

Таким образом, оценка акционерного капитала – самый прямой путь к определению стоимости банка»<sup>29</sup>.

Для использования метода оценки по акционерному капиталу необходимо рассчитать FCF для акционеров банка (в качестве него мы можем использовать, например, размер дивидендов в сумме с объемом выкупленных акций на акционера, если оцениваем стоимость не всего объекта, а одной акции). Расчет FCF мы показывали выше (на основании данных, содержащихся в отчете о прибылях и убытках и источниках, и использовании средств). Также необходимо знать величину чистой прибыли (базы для расчета FCF). Значение чистой прибыли можно получить из отчета о прибылях и убытках или воспользовавшись моделью «спреда», которая дает равнозначный результат.

### 3.2. ЗАТРАТНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА (ASSET BASED APPROACH)

В целом, доходный подход, рассмотренный нами выше, является преобладающим при оценке рыночной стоимости бизнеса. Однако распространенной является также оценка рыночной стоимости в рамках затратного подхода. В соответствии с российскими стандартами оценки, затратный подход – это совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления, либо замещения объекта оценки, с учетом его износа. В рамках затратного подхода выделяют метод чистых активов и ликвидационной стоимости.

#### 3.2.1. Метод чистых активов

Метод чистых активов заключается в поэлементной рыночной оценке активов и обязательств банка. Для определения рыночной стоимости КБ методом чистых ак-

тивов предварительно проводится оценка рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем аналогичная операция проводится для обязательств банка, затем, вычитая из рыночной стоимости активов рыночную стоимость обязательств, получаем рыночную стоимость капитала КБ (рыночную стоимость банка).

**Рыночная стоимость КБ = Рыночная стоимость Активов – Рыночная стоимость обязательств.**

При трансформации балансовой стоимости обязательств банка в рыночную используют понятие «банковская франшиза». Она создает на пассивной стороне баланса банка дополнительную стоимость (если имеется). Банковская франшиза – это положительный спред, возникающий на пассивной стороне баланса банка из-за несоответствия между ставками привлечения денежных средств и их альтернативной стоимостью. Поясним это подробно. При оценке рыночной стоимости КБ его ресурсы рассматривают не просто как источник финансирования активных операций, а как определенный вид деятельности (об этом мы уже говорили при рассмотрении метода DCF). В международной банковской практике, а теперь и в России, защита депозитов системой страхования позволяет КБ создавать дополнительную стоимость. Эта стоимость возникает из-за того, что стоимость по привлечению средств в депозиты может оказаться ниже, чем стоимость альтернативных рыночных источников средств с адекватным уровнем риска (например, кредит). В результате такого несоответствия и возникает положительный спред. Это позволяет сделать нам вывод о том, что расходная часть отчета о прибылях и убытках содержит в себе внутреннюю стоимость, которая представляет для владельцев банка ценность. Чем больше банковская франшиза, тем выше стоимость банка.

Трансформируем вышеприведенную формулу:

**Рыночная стоимость КБ = Рыночная стоимость активов КБ – Стоимость обязательств КБ + Банковская франшиза (депозитная премия).**

В международной практике депозитная премия при покупке/продаже бизнеса отражается как нематериальный актив, относится к понятию Goodwill. Сигналом того, что у банка может быть положительная франшиза, являются следующие факторы:

- Показатель чистой процентной маржи (NIM)<sup>30</sup> выше, чем по группе банков с соразмерным объемом активов.
- ROA и ROE анализируемого банка выше, чем по группе сопоставимых.
- Уровень операционных затрат ниже, чем по группе банков.
- Более высокий уровень концентрации «основных» депозитов (т.е. застрахованных).

#### 3.2.2. Метод ликвидационной стоимости

Метод ликвидационной стоимости относится к затратному подходу и используется для оценки стоимости банков-банкротов или в случае высокой вероятности банкротства в ближайшем будущем. Выделим этапы метода:

- 1 этап. Разрабатывается календарный график ликвидации активов банка.
- 2 этап. Осуществляется поэлементная оценка активов банка одним из методов оценки, чаще всего методом чистых активов.

<sup>29</sup> Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. «Стоимость компаний: оценка и управление» McKinsey&Company, Inc.-2-е издание / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. С.500 -501.

<sup>30</sup> NIM = (% доходы – % расходы)/Активы, приносящие доход.

3 этап. Ликвидационная стоимость = валовая выручка от ликвидации активов банка – величина прямых затрат на ликвидацию (заработная плата оценщикам, персоналу, задействованному в процессе ликвидации, комиссионные юридическим фирмам и пр.).

Данный метод позволяет определить не рыночную стоимость объекта оценки, а ликвидационную.

### 3.3. РЫНОЧНЫЙ (СРАВНИТЕЛЬНЫЙ) ПОДХОД К ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА (MARKET APPROACH)

Третий подход, который используется при оценке рыночной стоимости КБ – рыночный, или сравнительный. Этот подход представлен совокупностью методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними.

#### 3.3.1. Метод отраслевых коэффициентов

Таблица 3

#### ЦЕНОВЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ДЛЯ НЕКОТОРЫХ БАНКОВ МИРА<sup>31</sup>

Наименование банка	P/BV		P/E	
	2002 г.	2003 г.	2002 г.	2003 г.
Рекао (Польша)	2,11	1,91	12,88	9,92
ОТР (Венгрия)	2,77	2,34	11,25	9,91
Komerční Bank (Чехия)	2,98	2,53	16,45	12,15
Is Bank (Турция)	1,49	1,28	14,91	9,19
Akbank (Турция)	1,20	0,96	6,70	4,96
YKB (Турция)	0,59	0,45	2,91	1,81
Garanti bank (Турция)	1,18	0,99	9,28	5,96
Itabanco (Бразилия)	1,73	1,44	7,14	6,28
Bradesco (Бразилия)	1,09	0,96	5,57	4,88
Banco do Brasil (Бразилия)	0,74	0,65	4,80	4,00
Unibanco (Бразилия)	2,03	1,80	10,06	8,94
Наименование банка	P/E на 2000 г.			
Bank of Scotland (Великобритания)	88,0			
Barklaise Bank (Великобритания)	18,0			
Hong Kong Shanhai (Великобритания)	12,3			
Lloydz (Великобритания)	26,0			
National West (Великобритания)	12,0			
Bank of Amerika (США)	16,3			
Bankers Trust (США)	19,6			
Chaise Manhattan (США)	13,8			
Fanneg May (США)	22,1			
Bank Ferrain (Германия)	39,0			
Kommerz Bank (Германия)	22,0			
Berlin Handelsbank (Германия)	23,0			
BMP (Франция)	17,1			
CCF (Франция)	22,4			

Метод отраслевых коэффициентов основан на использовании соотношений между ценой (P) и определенными финансовыми параметрами, которые рассчитываются на основе длительных наблюдений самим аналитиком или специализированными институтами (биржами, инвестиционными банками и др.), при этом данные показатели подтверждались практикой продаж банков. В результате, цена банка определяется как произведение соответствующего отраслевого коэффициента и финансового показателя оцениваемого банка.

<sup>31</sup> Источник: Тройка Диалог; Ларионова И.В. Реорганизация коммерческих банков. – М.: Финансы и статистика, 2000. С. 334.

Наиболее часто при оценке рыночной стоимости предприятий используют отраслевые коэффициенты: цена акции/продажи (P/S); стоимость компании/выручка (V/S); рыночная стоимость компании/прибыль (P/E); цена акции/денежный поток на акцию (P/CF); цена/балансовая стоимость (P/BV).

В практике многих стран данные соотношения рассчитываются для самых различных отраслей экономики. Для банковского сектора, в силу его особенностей, о которых говорилось ранее, используются коэффициенты P/E и P/BV.

#### 3.3.2. Метод рынка капитала (компания-аналог)

Метод рынка капитала основан на использовании данных, сформированных открытым фондовым рынком. Суть метода состоит в следующем. Сначала на основе тщательного анализа финансовых коэффициентов и данных фондового рынка осуществляется отбор банков-аналогов для оцениваемого КБ. Затем рассчитывается соотношение между рыночной стоимостью банков-аналогов (или рыночной стоимостью их акций) и каким-либо финансовым показателем его деятельности. Данное соотношение – это, так называемый, ценовой мультипликатор. В заключении, рыночная стоимость оцениваемого КБ определяется как произведение ценового мультипликатора банка-аналога и соответствующего финансового показателя (результата) оцениваемой организации.

**Ценовой мультипликатор = P акции (пакета акций) банка-аналога / Финансовая база банка-аналога.**

В качестве финансовой базы могут выступать (аналогично предыдущему методу) балансовая стоимость акции и прибыль.

При использовании коэффициента, рассчитанного для конкретного банка, имеющего сходные характеристики с оцениваемым (размер активов, чистой прибыли, показателей рентабельности, тенденции изменения основных показателей), мы получаем более точную оценку рыночной стоимости, чем при использовании среднеотраслевого показателя.

#### 3.3.3. Метод сделок

Метод сделок основан на анализе купли-продажи конкретных пакетов акций банков-аналогов. Основное отличие данного метода от двух других в рыночном подходе заключается в том, что в результате определяется величина рыночной стоимости, как правило, всей организации, а не одной акции или миноритарного пакета акций.

В методе компании-аналога и методе сделок наибольшую сложность и трудоемкость представляет собой, на наш взгляд, выбор банка-аналога. Например, только в России на 01.12.2006 г. функционирует 1 201 кредитная организация с большой дифференциацией по размерам активов и собственного капитала<sup>32</sup>.

Сформулируем основные, по нашему мнению, принципы отбора кандидатов. Отбор можно производить в несколько этапов, постепенно сужая круг кандидатов.

1. Составление широкого списка. На данном этапе в круг банков-аналогов включается максимально возможное число банков. Включение в список происходит на основании следующих общих критериев: страна происхождения КБ, диверсификация оказываемых услуг (универсальный ли банк или специализированный) и др. факторы.

<sup>32</sup> Источник: Бюллетень банковской статистики Банка России.

2. Составление более узкого списка. На данном этапе составляются финансовые коэффициенты и основные показатели деятельности банков с оцениваемым. Сначала целесообразно сравнить абсолютные финансовые показатели сопоставляемых банков: величина активов, чистая прибыль, капитал и др. Если имеется информация, то можно сравнить финансовые показатели в расчете на «единицу»: на одну акцию, на одного сотрудника и пр. В заключение проводится сравнение относительных показателей, таких как рентабельность активов, капитала, коэффициенты ликвидности, финансовый рычаг и др.
3. Составление окончательного списка банков-аналогов. Это заключительный этап. Оценщик на основе полученной информации сравнивает абсолютные и относительные показатели банков-кандидатов и оцениваемого банка. КБ с наиболее близкими показателями входят в группу банков-аналогов. Желательно подобрать несколько банков для получения более адекватной оценки рыночной стоимости.

**Необходимые корректировки для определения конечной величины рыночной стоимости коммерческого банка**

Для определения конечной рыночной стоимости КБ необходимо провести ряд итоговых корректировок:

- Поправка на контрольный/неконтрольный характер оцениваемой доли;
- Поправка за недостаточную ликвидность.

Для того, чтобы грамотно вносить поправки (премии, скидки к стоимости), оценщику необходимо понимать, в каких случаях это нужно делать.

Отметим, что метод DCF, капитализации (т.е. доходный подход), метод сделок (т.е. один из методов рыночного подхода), метод чистых активов (метод затратного подхода) позволяют определить рыночную стоимость контрольного пакета акций, оценить рыночную стоимость всего банка.

С помощью методов рынка капитала и отраслевых коэффициентов, а также метода DCF (если в качестве CF берутся показатели на одну акцию), оценивают стоимость миноритарных пакетов акций. Если оценщику требуется уточнить стоимость контрольного пакета, то к стоимости, полученной этими методами, необходимо добавить премию за контроль.

Если же оценщик хочет определить стоимость миноритарного пакета, то из рыночной стоимости, полученной методами доходного и затратного подходов, а также методом сделок, нужно вычесть скидку за неконтрольный характер.

В зарубежной банковской практике премии за контроль (control premium) и скидки за неконтрольный характер (minority discount) публикуются ежегодно в статистическом обзоре слияний и поглощений компаний «Mergestat Review». В России подобного отслеживания показателей премий и скидок не ведется, а если и есть такая информация, то она закрыта от пользователя.

При оценке рыночной стоимости оценщики ориентируются на цифры: премия за контроль варьируется в промежутке от 20 до 50%, скидка за неконтрольный характер варьируется в пределах от 20 до 30%<sup>33</sup>. Ориентируясь на эти цифры, оценщик обязан внимательно анализировать факторы, влияющие на величину премий и скидок.

Если же оценщик все же обладает эмпирическими данными, публикуемыми в пресс-релизах по слияниям и поглощениям, в статистических справочниках, то он может рассчитать премию/скидку следующим образом:

$$\text{Minority Discount} = \left(1 - \frac{1}{1 + \text{Control Premium}}\right) * 100\% .$$

Скидка за недостаточную ликвидность – величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недостаточной его ликвидности. По оценкам экспертов, «непригодность» к продаже снижает стоимость акций (или доли) закрытой компании (здесь мы имеем в виду те компании, акции которых не обращаются на фондовом рынке, т.е. в понятие закрытой компании попадают и открытые акционерные общества) по сравнению с акциями публичных компаний в среднем на 35-50% по всем отраслям экономики<sup>34</sup>.

Премия/скидка за контрольный/неконтрольный характер и скидка за недостаточную ликвидность могут быть учтены либо в ставке дисконтирования (премия уменьшает ее, а скидка увеличивает), либо прибавка/вычет может быть сделана отдельно из рассчитанной предварительно величины рыночной стоимости банка.

Многообразные методы оценки рыночной стоимости КБ не являются взаимоисключающими, они скорее дополняют друг друга. Каждый из методов использует самые разнообразные источники информации для расчета итоговой величины рыночной стоимости, начиная от данных, заключенных в балансе банка, до различных рыночных индикаторов. Конечно, для оценки рыночной стоимости КБ не обязательно использовать сразу все подходы и методы оценки, иногда это и просто невозможно ввиду отсутствия необходимой информации для проведения оценки. Таким образом, исходя из достаточного объема информации, оценщик должен выбрать наиболее подходящие методы оценки и произвести расчеты. По окончании процесса расчетов появляется несколько цифр (обычно 2-3), не имеющих больших расхождений друг от друга, в зависимости от числа выбранных методов. Итоговая величина рыночной стоимости определяется путем взвешивания полученных результатов. Можно использовать два базовых метода взвешивания: расчет средней арифметической и средневзвешенной (экспертное взвешивание), при этом в последнем случае при выборе удельного веса каждого оценочного метода учитывать нужно количество и качество данных, подкрепляющих каждый метод.

**4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА И ВОЗМОЖНОСТИ ИХ ПРИМЕНЕНИЯ В РОССИЙСКИХ УСЛОВИЯХ**

В нижеприведенной таблице в общем виде мы представили основные, на наш взгляд, преимущества и недостатки существующих методов к оценке рыночной стоимости КБ. При этом, те плюсы и минусы, которые несет в себе каждый из них, будем анализировать не абстрактно, а применительно к России.

Как мы видим, каждый метод оценки рыночной стоимости банка обладает как преимуществами, так и определенными недостатками. На основе результата анализа, приведенного в табл. №4, можем сказать, что метод DCF наиболее привлекателен и теоретически обоснован, он применяется зарубежными оценщиками при оценке рыночной стоимости КБ в большинстве случаев.

<sup>33</sup> Valuation Professionals, Inc. Articles. Minority Discount. By Robert R/ Wietzke. www.valuationpro.com.

<sup>34</sup> www.cfin.ru.

Таблица 4

## ПРЕИМУЩЕСТВА И НЕДОСТАТКИ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА

Метод	Преимущества	Недостатки
DCF	Учитывает возможность неравномерного изменения доходов в будущем. Наиболее соответствует концепции действующего предприятия. Использует экономическую, а не бухгалтерскую концепцию. Позволяет учесть в ставке дисконтирования различные риски (как макро-, так и микро-), не прибегая к многочисленным корректировкам. Наиболее теоретически обоснованный метод	Сложности с расчетом ставки дисконтирования. Трудоемкий в прогнозировании будущих денежных потоков. Т.к. метод строится на прогнозе, в нем заложена большая доля неопределенности. Сложность в получении необходимой информации
Капитализации	Отражает потенциальную доходность бизнеса. Позволяет учесть риск отрасли, банка. Технически более прост по сравнению с DCF	Предполагает только равномерное, стабильное изменение доходов в будущем. Сложности расчета ставки капитализации
Отраслевых коэффициентов	Достаточно прост в техническом плане. Не требует прогноза	Опирается не достаточно точными данными о сходных банках или сходных сделках, а использует среднеотраслевые показатели. Не учитывает возможности будущего роста доходов банка
Рынка капитала (компания-аналога)	В отличие от метода отраслевых коэффициентов оперирует не среднеотраслевыми показателями, а данными по сходным организациям	Не учитывает будущих ожиданий. Трудоемкий в плане подбора компании – аналога. Основной недостаток – аналога может не оказаться. Необходим очень большой объем данных
Сделок	Прост в техническом плане. Отражает реакцию рынка и реальную практику покупки банковского бизнеса	Не учитывает будущих ожиданий. Сложность поиска информации о проводимых сделках по купле-продаже, если нет соответствующих статистических и аналитических обзоров. Сделок с банком-аналогом может не оказаться
Чистых активов	Основан на реально существующих активах банка Позволяет учесть дополнительную стоимость на стороне пассива Прост для понимания Не требует прогноза (технически прост)	Статичен, нет будущих ожиданий. Требует проведения большого количества корректировок по всем статьям баланса (много субъективных оценок). Основывается на текущих рыночных данных и ретроспективном анализе

Однако, на наш взгляд, рекомендации западных экономистов по применению метода DCF оправданы в условиях развитых стран, где оценщики имеют гораздо больше информации, акции банков котируются на биржах, финансовая отчетность лучше отражает реальные прибыли и капиталы банков. Кроме того, правовая среда, в которой действуют банки развитых стран, более стабильна и предсказуема. Поэтому в данных условиях использование модели DCF достаточно разумно, поскольку оценщик может спрогнозировать денежный поток с небольшой погрешностью, а развитый фондовый рынок позволит определить ставку дисконтирования.

Некоторые препятствия, существовавшие ранее, для использования данного метода в России, конечно устраняются в настоящее время. Так, сейчас КБ РФ обязаны составлять отчетность по МСФО и предоставлять ее в ЦБ РФ (первый раз она сдавалась за девять месяцев 2004 г., теперь периодичность отчетов равна одному году), что во многом устранит сложность толкования российской бухгалтерской отчетности в целях прогнозирования денежных потоков. Также, этому способствует и введенное с 01.04.2004 г. требование ЦБ РФ о ежедневной сдаче балансов банков с ежедневно рассчитываемыми нормативами. Это действительно крайне важно и обоснованно, т.к. до недавнего времени наблюдались ситуации, когда банк показывал на дату сдачи отчетности выполнение экономических нормативов Банка России, а через короткое время становился неплатежеспособным. Из недавнего прошлого это потеря платежеспособности банка «Инвестиционная Банковская Корпорация», который выполнил все нормативы Банка России на 01.01.2002 г., а уже в апреле 2002 г. было введено внешнее управле-

ние. Однако, в целом, метод DCF в классическом варианте неприменим к российским КБ, т.к. основным препятствием является не прогнозирование денежного потока, а расчет ставки дисконтирования из-за отсутствия рыночной информации. В настоящий момент в РФ отсутствует полноценный рынок банковских акций.

Если говорить о *методе капитализации*, то он не приемлем в российских условиях. Это связано с его базовой предпосылкой о стабильности роста и предсказуемости роста доходов в будущем. Такой метод можно использовать на сложившемся, зрелом рынке банковских услуг. Например, стабильные темпы роста доходов закладываются оценщиками при оценке рыночной стоимости американских банков и европейских ([www.damodaran.com](http://www.damodaran.com)). Однако, на наш взгляд, в свете новых тенденций, сложившихся в настоящее время в банковской отрасли, связанных с мощной экспансией КБ развитых стран (США, Франция, Австрия, Италия) в страны Центральной и Восточной Европы и Азии (например, темпы роста индийских банков оцениваются в 18%, а банков развитых стран – 5-10%)<sup>35</sup>, где банковский сектор характеризуется высокими темпами роста, банки способны за счет своей транснациональности вырваться из границ стабильного небольшого роста (ограниченного темпами роста экономики, ВВП) и достичь высоких показателей рентабельности собственного капитала: 15-20%<sup>36</sup>. Поэтому метод капитализации имеет очень ограниченное практическое применение и носит скорее теоретический характер.

<sup>35</sup> Источник: [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com).

<sup>36</sup> Плион Д. Модель банка будущего // материалы ИНИОН РАН // [www.bankir.ru](http://www.bankir.ru).

*Метод сделок*, по нашему мнению, имеет также объективные препятствия для своего применения в России. Как мы показывали, в методе сделок основная проблема заключается в нахождении банка-аналога, по которому была заключена сделка купли-продажи или в данный момент подходит к своему завершению и уже объявлена цена. Сделки по слиянию-поглощению в настоящее время (мы не говорим о перспективе роста их числа, т.к. нам важен свершившийся факт) только набирают обороты. В основном, информация по имеющимся сделкам относится к достаточно крупным банкам. Такую информацию оценщику трудно получить, т.к. отсутствует ее отслеживание специалистами на систематизированной основе. Такие данные приходится отслеживать в публикуемых пресскрелизах банков, в СМИ, на банковских сайтах. Таким образом, для того, чтобы найти информацию о произошедших сделках, у оценщика нет возможности открыть справочник и увидеть наименование банка, дату заключения сделки и ее цену. Информация в России разрознена. Самый прямой способ сбора данных по сделкам купли-продажи – отслеживание записей в «Книге государственной регистрации кредитных организаций» ЦБ РФ, а затем поиск статей в печатных изданиях, в других информационных источниках, где можно найти объявленную цену сделки.

Но даже если мы имеем такую информацию, нет уверенности в том, что ее можно использовать без опасения ошибиться. Вот наиболее яркий пример из практики. В начале 2002 г. состоялась сделка, по которой НИКойл приобрел Автобанк. При объявлении о намерениях совершить сделку в бизнес среде России она стала широко обсуждаема. По оценкам аналитиков стоимость покупки оценивалась примерно в 100 млн. долларов США. Но, как известно, сумма сделки (объявленная) составила всего порядка 15 млн. долларов США<sup>37</sup>, ее размер привел в смущение многих банковских экспертов. Данный пример наглядно показывает, что даже если оценщику удалось подобрать банк-аналог, по которому была совершена сделка купли-продажи, он не может быть уверенным в объективности объявленной цены.

Проанализируем возможность применения в российских условиях *методов отраслевых коэффициентов и рынка капитала* к оценке рыночной стоимости КБ. Как мы говорили ранее, для применения двух указанных методов оценки рыночной стоимости банка нам необходимо иметь информацию о следующих показателях: P/E или P/BV по банковской отрасли в среднем (метод отраслевых коэффициентов) или по конкретным банкам-аналогам. В настоящее время на систематической основе мы имеем такие показатели только по Сбербанку, рыночные мультипликаторы для него стабильно рассчитываются биржами, инвестиционными банками, рейтинговыми агентствами. Главная проблема заключается в том, что мы не имеем информации о рыночной цене акции банка-аналога, акции которого на рынке не представлены. И здесь, на наш взгляд, можно предложить использовать два варианта решения проблемы:

1. Использовать зарубежные банки-аналоги.
2. Использовать P/E, P/BV для Сбербанка с внесением корректировок. Рассмотрим возможность применения каждой из альтернатив.

**1. Использование в качестве ценовых мультипликаторов показателей зарубежных банков.** Наиболее ответственным при использовании этого варианта является этап выбора банков аналогов. На наш взгляд, разумно

искать подходящие кандидатуры на развивающихся рынках ЦВЕ (азиатский банкинг не берем, т.к. он имеет множество принципиальных отличий от российских и западных банков). Здесь важно использовать единообразные единицы измерения абсолютных показателей. Для отбора банков-аналогов можно предложить следующую схему:

- Сопоставление активов и капитала банков (отбор наиболее схожих, с различием максимум в 10-15%).
- Составление по оставшимся банкам следующей таблицы (с учетом имеющейся информации) (см. табл. 5).

**Таблица 5**

**СОСТАВЛЕНИЕ ПО ОСТАВШИМСЯ БАНКАМ**

Финансовый показатель	Оцениваемый банк	Кандидат 1	...	Кандидат N
Совокупный доход	100 %	Отклонения в % (+ или -)	-	-
Чистая прибыль	100 %	-	-	-
ROA	100 %	-	-	-
ROE	100 %	-	-	-
NIM	100 %	-	-	-
Численность сотрудников	100 %	-	-	-
Доход на сотрудника	100 %	-	-	-
прочие	100 %	-	-	-

Далее, отобрав 3-5 банков с наиболее близкими характеристиками, мы можем воспользоваться рассчитанными коэффициентами P/E или P/BV, либо сделать это самостоятельно, воспользовавшись информационной базой (например, база Yahoo Finance). Затем, вычислив средний показатель мультипликатора, вычислим значение рыночной стоимости оцениваемого банка.

Однако оценка не может считаться корректной без учета страновых различий. Еще одним существенным недостатком на данный момент использования такого подхода является отличие между стандартами финансовой отчетности и аудита. Этого можно избежать, если мы обладаем данными о доходах, чистой прибыли по единым стандартам, например МСФО и МСА.

Итак, основным препятствием для использования альтернативы №1 является неучет особенностей национальных рынков, страновых различий, тенденций и ожиданий инвесторов.

**2. Использование ценовых мультипликаторов, рассчитанных для Сбербанка.** Сбербанк по размерам активов, собственного капитала, по объему привлеченных средств занимает в настоящее время в России (и ЦВЕ) лидирующие позиции. По размеру чистых активов Сбербанк почти в четыре раза превосходит аналогичный показатель второго крупнейшего банка страны – Внешторгбанка<sup>38</sup>.

Таким образом, Сбербанк России, очевидно, нельзя считать аналогом ни для одного российского банка, даже для крупнейших, входящих в десятку лидеров, таких как Альфабанк, Внешторгбанк и др. Поэтому метод компании-аналога и отраслевых коэффициентов не работает. Конечно можно произвести корректировки: на размер активов, собственного капитала, ресурсной базы, качество ресурсной базы, положение на рынке, количество филиалов и пр. Таких необходимых корректировок – множество, все их учесть практически невозможно, а если и попытаться это сделать путем экспертных оценок, то мы получим лишь очень приблизительное значение рыночной стоимости интересующего нас банка.

<sup>37</sup> Газета Ведомости, 15.01.2002 г.

<sup>38</sup> Источник: www.rbc.ru.

Итак, на наш взгляд, главной проблемой остается при использовании методов рыночного подхода, найти банк-аналог для оцениваемого банка.

Теперь рассмотрим, насколько применим к российским банкам метод чистых активов. Метод чистых активов имеет наименьшее количество препятствий для своего применения. Для его использования оценщику не обязательно использовать рыночные ценовые мультипликаторы, рассчитывать ставку дисконтирования. Но этот метод требует наличия у оценщика большого массива балансовой информации и прочей внутренней документации о деятельности банка. Также необходимы такие базовые показатели для корректировки балансовых статей, как темпы инфляции, валютные курсы и пр. Для оценки некоторых статей баланса требуется и рыночная информация (котировки ценных бумаг, стоимость материальных активов). Этот метод, по нашему мнению, работает в условиях внутренней оценки банка. С позиции аутсайдера невозможно точно оценить качество кредитного портфеля, стабильность депозитной части и пр.

Основной и существенный, на наш взгляд, недостаток метода чистых активов применительно к России – неучет будущих ожиданий, будущего потенциала. Это действительно важный вопрос для российских банков, поскольку в настоящее время банковский сектор России находится на стадии своего интенсивного развития. По оценкам экспертов, банковский сектор РФ по крайней мере в ближайшем будущем ожидает стремительный рост<sup>39</sup>. С учетом таких прогнозов мы можем сделать обоснованный вывод о том, что скорее всего, при использовании метода чистых активов в стандартном виде мы получим заниженную оценку рыночной стоимости российского КБ.

Итак, на основании подробного анализа, проведенного в этой части статьи, мы можем сделать важные выводы. Во-первых, все методы обладают теми или иными препятствиями для своего применения в российских условиях. Во-вторых, наименьшее количество таких недостатков присуще методу чистых активов, как наиболее консервативному методу оценки рыночной стоимости. Тем не менее, игнорировать все подходы, признанные в международной практике, некорректно. Поэтому, на наш взгляд, применительно к России наиболее оптимальным вариантом решения проблемы будет использование сочетания нескольких методов, а именно: метода DCF и метода чистых активов. Кроме этого, если возможно подобрать банк-аналог, то наиболее простым способом оценки (с учетом тщательного анализа деятельности оцениваемого банка и банка-аналога) – это использование для оценки рыночной стоимости КБ метода сделок.

## 5. ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, УВЕЛИЧИВАЮЩИЕ / УМЕНЬШАЮЩИЕ ПОКАЗАТЕЛЬ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ БАНКА В РОССИИ

Помимо общих факторов, влияющих на рыночную стоимость КБ, в российской практике, на наш взгляд, существуют и свои уникальные особенности. Мы выделили следующие специфические факторы, увеличи-

вающие/уменьшающие рыночную стоимость российских банков:

1. Наличие «дутого» капитала у многих банков России, «рисование» балансов (использование технических, схемных доходов и расходов).
2. Наличие у банка не только скрытых активов, но и скрытых обязательств (неучтенные авали, векселя, некачественный кредитный портфель и пр.).
3. Прогноз стремительного роста банковского сектора России.
4. Тенденция к транспарентности.

Поясним каждый выделенный нами фактор.

### 5.1. «Дутый» капитал и схемные доходы/расходы

В банковской практике России широко распространено понятие «дутого» капитала. Не секрет, что многие банки «надувают» свой капитал. Проблему «дутого» капитала отмечал и первый зампред Банка России Андрей Козлов<sup>40</sup>. В одном из интервью он подчеркнул, что Банк России «не удовлетворен качеством отражения банками того, что с ними происходит. Нам не нравится, например, то, что банки накручивают себе капитал, раздувают его размеры. Мы недавно проверили 180 банков, и у 60 из них подозрения подтвердились... В случае наступления какой-то кризисной ситуации, банку будет нечем покрывать убытки, поскольку капитал у него «нарисован». Получается, что убытки ложатся не на банк и его акционеров, а на вкладчиков и кредиторов, что недопустимо». «Раздуть» капитал возможно из-за наличия спреда между стоимостью привлечения средств банком и стоимостью их размещения. При достаточно большом объеме привлеченных средств возможно прибыльно работать. Но данное положение банка неустойчиво, и в случае управленческих ошибок, а тем более при системном кризисе экономики, такой банк будет первым кандидатом на банкротство. В связи с этим оценка реального капитала банка приобретает важную функцию.

Сигналом к тому, что банк с большой вероятностью имеет «дутый» капитал, может являться показатель отношения себестоимости привлеченных средств к доходности активов близкий к 1. Здесь необходимо проанализировать динамику данного отношения. Если она имеет положительную тенденцию (растет), то велика вероятность, что банк для решения текущих проблем ликвидности вынужден привлекать дорогие ресурсы, что обязательно скажется на его платежеспособности в дальнейшем. Это необходимо учитывать при прогнозировании прибыли в доходном подходе, что позволит получить более точную оценку собственного капитала банка. Как возможно объяснить, что повышение отношения будет свидетельствовать о возможном наличии у банка «дутого» капитала? Создание необеспеченного капитала требует внесения суммы «дутого» капитала и изъятия из собственных оборотных средств банка той же суммы. Банк с «дутым» капиталом будет вынужден компенсировать изъятие денежных средств привлеченными средствами, неся на их привлечение соответствующие расходы. Кроме того, банк с «дутым» капиталом должен отразить прирост пассива приростом актива. Но так как реального роста пассива нет, то и рост актива будет «виртуальным». Но по «виртуальным активам» банк обязан создать резервы на возможные потери и отражать дохо-

<sup>39</sup> См., например, аналитическое исследование «CEE Banking Sector Report – 2006», проведенное Raiffeisen Zentralbank Österreich AG и Raiffeisen Centrobank AG.

<sup>40</sup> Орехин П. Российские банки обманывают вкладчиков // Независимая газета. 03.09.2003.



ды. Но с виртуальных доходов банк обязан платить налоги. Следовательно, следующий шаг – создание виртуальных расходов. Но в результате вырастет себестоимость привлеченных средств и величина отношения себестоимости к доходности вырастет.

Таким образом, наличие технических расходов и доходов, «дутого» капитала снижает стоимость банка. При оценке рыночной стоимости российского КБ необходимо учитывать этот фактор как негативный.

### 5.2. Скрытые обязательства

Если скрытые активы, такие как, например, дружественные отношения с арендодателями, позволяющие существенно экономить на издержках, личные связи сотрудников в деловых кругах и органах власти, наличие уникальных банковских технологий (аналитические инструменты, эффективная система риск-менеджмента и пр.), являются фактором увеличения стоимости банка, то скрытые обязательства имеют обратное действие. К скрытым обязательствам можно отнести банковские гарантии и авали, поручительства и т.п. Такие операции возникают как объективный результат определенных расчетов, либо как результат злоупотребления своими полномочиями высшего руководства банка. Выявить все потенциальные обязательства для стороннего оценщика самостоятельно практически невозможно, а вероятность наличия скрытых обязательств увеличивает кредитный риск (не известный по размеру и не в ясные сроки). Поэтому, при проведении оценки рыночной стоимости КБ, оценщик должен попытаться получить информацию о наличии/отсутствии таких обязательств (при аутсайдерской оценке, этот фактор, к сожалению, учесть невозможно).

### 5.3. Прогноз будущего роста

В настоящее время прогнозы относительно банковского бизнеса России очень позитивны. Наш банковский сектор существует всего лишь немногим более десятилетия, но за это время прошел огромный путь трансформации от плановой, одноуровневой системы до современного этапа, который можно охарактеризовать как фазу динамичных, стремительных преобразований и роста. Обойти стороной положительный прогноз относительно роста прибыльности российских банков, расширения их бизнеса и пр. нельзя. Этот фактор необходимо учитывать при построении прогноза развития того или иного банка, иначе велика вероятность недооценить рыночную стоимость коммерческого банка РФ.

### 5.4. Тенденция к транспарентности

Как мы уже отмечали ранее, формирование в России рыночной экономики открытого типа и интеграция российской экономики и предпринимательства в систему мирового хозяйства обусловили необходимость внедрения в российскую практику международных подходов к ведению бизнеса, оценке финансового положения, характеристике работы, финансовых потоков хозяйствующего субъекта. В начале 90-х годов Россия приняла решение о переходе на международные стандарты финансовой отчетности и последовательно продвигается по этому пути. Банковский сектор одним из первых в стране стал на практике применять элементы международных стандартов финансовой отчетности. Это произошло в 1993 г. с изданием Банком России Инструкции № 17 «Временная инструкция по

составлению общей финансовой отчетности коммерческими банками». Начиная с 1999 г. Банк России составляет финансовую отчетность по МСФО. С 2004 г. банки России составляют отчетность по МСФО.

Таким образом, повышение транспарентности банковского бизнеса – это положительный фактор при оценке рыночной стоимости КБ. Это особенно важно при аутсайдерской оценке банков.

## 6. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА В РОССИИ: ПРЕДЛОЖЕНИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ СМЕШАННОГО МЕТОДА ОЦЕНКИ

С учетом вышеприведенного анализа отметим, что в российских условиях необходимо, чтобы метод оценки рыночной стоимости КБ удовлетворял двум важным требованиям:

1. Учет будущих ожиданий.
2. Учет специфики баланса.

Кроме этого принципиальным моментом при оценке рыночной стоимости российского банка является вопрос системы страхования вкладов населения. Учитывая факт усиления тенденции развития розничного бизнеса в России, Ассоциация Российских Банков приветствует введение системы страхования вкладов физлиц, более того, рассматривает ее, как удар по монопольному положению в этом сегменте рынка банковских услуг Сбербанку РФ.

При оценке рыночной стоимости российского КБ мы должны учесть новый для нашей банковской системы фактор – фактор участия в системе страхования вкладов. Мы полагаем, что банк, рассчитывающий на успешное функционирование в дальнейшем примет участие в данной системе. За ее пределами останутся банки с неудовлетворительными финансовыми показателями, не выполняющие обязательных нормативов Банка России, т.е. потенциальные кандидаты на банкротство или поглощение со стороны более крупных.

Перейдем непосредственно к описанию важнейших моментов метода оценки рыночной стоимости российского КБ с учетом всех замечаний, высказанных ранее.

*Итак, мы считаем целесообразным применить к оценке рыночной стоимости отечественных банков «гибридный» метод, сочетающий в себе традиционный метод чистых активов и метод DCF.*

### 6.1. Базой нашей модели является свободный денежный поток к капиталу банка

Выше мы подробно рассмотрели, каким образом он вычисляется для банка. После определения денежного потока на капитал мы должны его откорректировать на следующие существенные факторы, характерные для отечественных КБ: это учет технических сделок и банковской франшизы. Эти элементы мы можем вычитать только на основе детального анализа банковских активов и пассивов, что и предполагает метод чистых активов.

### 6.2. Банковская франшиза

Банковская франшиза появляется на пассивной стороне баланса благодаря участию банка в системе страхования вкладов. Мы ее определяем как положительную величину, возникающую вследствие превышения

потенциальных выгод от введения системы страхования вкладов над фактическими расходами от участия КБ в этой системе. *Фактический расход* – это ежеквартально уплачиваемый банком страховой взнос. Расчетной базой для исчисления страховых взносов является средняя хронологическая за расчетный период ежедневных балансовых остатков на счетах по учету вкладов, за исключением денежных средств во вкладах, которые не подлежат страхованию в соответствии с Федеральным Законом. При этом ставка страхования взносов не может превышать 0,15% расчетной базы за последний расчетный период.

*Потенциальные выгоды* от участия в системе страхования вкладов образуются из-за того, что банк по сравнению с другими финансовыми институтами несет более низкие затраты на привлечение средств. Это обеспечивается ростом надежности КБ в глазах населения, ростом потока вкладов как срочных, так и до востребования. Как известно, вклады физических лиц до востребования и счета физических лиц – это самый дешевый источник привлечения денег по сравнению с другими альтернативами. Иногда считают, что эти средства неликвидны с той точки зрения, что они могут уйти из банка любой момент времени. Однако трудно себе представить ситуацию, когда все вкладчики вдруг в один момент изымут свои средства из банка, закроют свои счета. Поэтому, есть все основания считать такие средства полноценной ресурсной базой в силу того, что всегда определенная часть таких средств остается в банке (так, например, для держателей пластиковых карт существует такое понятие, как «депозит гарантийного покрытия», эти деньги в любом случае остаются на счете у клиента). С введением системы страхования вкладов такой источник финансирования приобретает большое значение, поскольку поток средств на такие счета увеличивается. А следовательно, увеличиваются реальные, дешевые деньги, приходящие в банк, которые могут быть направлены на финансирование активных операций банка, на его развитие. Именно таким образом, по нашему мнению, возникает дополнительная стоимость банка. При этом, чем ниже кредитный рейтинг банка, тем больший выигрыш способна ему принести система страхования.

Встает вопрос, каким образом спрогнозировать, вычислить этот выигрыш? В России пока нет ретроспективных данных для полноценного эконометрического анализа, поскольку система страхования вкладов только зародилась. И здесь, на наш взгляд, нам поможет богатый зарубежный опыт в этой области, где система страхования вкладов физических лиц существует уже многие десятилетия. В ходе изучения данной проблемы, мы выяснили, что за рубежом в конце 80-х г. было проведено широкомасштабное эконометрическое исследование (E. Ronn and A. Verma. Pricing Risk – Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model // Journal of Finance. September 1986. P. 871-895), основанное на применении модели опционного ценообразования. Данное исследование было направлено на выявление той ценности, которую система страхования вкладов приносит банкам. Были получены ставки, характеризующие такую ценность, наибольшая ценность доставалась менее устойчивым, мелким банкам, и наибольшая (но во всех случаях положительная) – крупнейшим. Это действительно логично, поскольку крупный, надежный банк и без системы страхования способен привлекать большие объемы денежных

средств населения, т.к. обладает конкурентными преимуществами по сравнению с остальными банками.

Итак, согласно проведенному исследованию, наибольшая премия составила порядка 0,72% на каждый доллар вклада, наименьшая – 0,08%. Дополнительная франшиза банка рассчитывается как произведение соответствующей ставки ценности на остаток по статье гарантированных вкладов.

### 6.3. Учет технических доходов/расходов

В полной мере отследить технические доходы/расходы может лишь инсайдер, обладающий соответствующей информацией о конкретных сделках и операциях. Более интересен вопрос, если мы не обладаем необходимой информацией (крайне конфиденциальной информацией). В предыдущей части работы мы указали на сигнал наличия у банка технически раздутого капитала. Если он подтвердился, мы можем учесть данный фактор путем увеличения ставки дисконтирования, тем самым, мы обеспечим уменьшение рыночной стоимости, что справедливо. Если же мы знаем абсолютное выражение технических доходов/расходов, то мы предлагаем их учесть в денежном потоке, вычитая соответственно величину доходов, поскольку они реально не были получены, и прибавляя величину расходов.

### 6.4. Определение ставки дисконтирования

Следующим важным моментом является определение ставки дисконтирования. Ее мы будем определять, используя модель CAPM:

$$r = Rf + \beta(Rm - Rf) + C.$$

О выборе подходящей  $Rf$  и  $Rm$  для России мы говорили подробно ранее. Сейчас лишь повторим сделанный нами вывод: в качестве  $Rm$  мы берем среднерыночную доходность, рассчитанную на основании рыночного индекса РТС, а в качестве  $Rf$  – доходность по российским еврооблигациям.

Наибольший интерес, на наш взгляд, представляет определение показателя  $\beta$ , отражающего систематический риск для данного банка. Мы говорили, почему нельзя использовать коэффициент  $\beta$ , рассчитанный для Сбербанка и отдельных банков других стран. За отсутствием других возможностей мы предлагаем определить  $\beta$  следующим образом: на основе данных для Сбербанка и рассчитанного коэффициента  $\beta$  для стран с развивающейся экономикой (ЦВЕ и Азии) профессором А. Дамодараном ( $\beta = 0,8$ )<sup>41</sup>. Таким образом, будем исходить из анализа финансового состояния банка и применять для расчета  $\beta$  из промежутка [ $\beta$  для Сбербанка РФ; 0,8] (или наоборот [0,8;  $\beta$  для Сбербанка РФ]). Такой вывод не голословен. Отмечается, что показатели развития банковской системы РФ далеки от значений развитых стабильных рынков и близки к характеристикам переходных экономик в странах ЦВЕ.

### 6.5. Определение единицы времени

Следующим моментом является определение единицы времени, которую мы будем использовать при прогнозировании денежных потоков. Наш вывод основывается на реальной практике планирования и прогнозирования, применяемой в российских банках. По нашему мнению, наилучшим вариантом в качестве единицы измерения для банка является год.

<sup>41</sup> Источник: www.damodaran.com.

Во-первых, потому, что некоторые финансовые показатели в течение года подвержены значительным колебаниям и не отражают реального положения дел.

Во-вторых, основные показатели, используемые для прогноза (темпы инфляции, темпы роста ВВП и пр.) рассчитываются на год.

Исходя из этого, мы будем строить прогноз на три года, большее количество отрезков времени брать не имеет смысла из-за проходящих интенсивных преобразований банковского сектора. В условиях развивающегося рынка экономики трудно с большой точностью что-либо прогнозировать на длительный период времени вперед.

### 6.6. Вариативность составляемого прогноза

Последнее замечание, касающееся применения предложенного нами метода оценки рыночной стоимости российского КБ, касается вариативности составляемого прогноза. На наш взгляд, чтобы сгладить большое количество предположений, учесть фактор формирования рыночной экономики, разнообразные риски, присущие ей, целесообразно составлять несколько сценариев развития: пессимистический, наиболее вероятный и оптимистический.

Таким образом, суммируя вышеизложенное, получаем, что с помощью преимуществ метода DCF мы имеем возможность учесть такие специфические особенности российского банкинга, как будущие последствия от введения системы страхования вкладов физических лиц, прогнозируемые бурные темпы роста банковского сектора России, тенденцию к транспарентности банковской отчетности и ведения бизнеса.

Элементы метода чистых активов позволяют нам учесть специфику балансов отечественных банков (а именно: «дутый» капитал, техническую составляющую, наличие забалансовых обязательств), а также рассчитать базу для оценки ценности введения системы страхования вкладов населения.

В заключении повторим, что предложенный метод оценки рыночной стоимости российских КБ не должен являться единственным при оценке. Необходимо применять комбинацию методов, что позволит получить более объективную величину рыночной стоимости банка путем анализа причин расхождения оценок, полученных различными способами.

### Литература

1. Федеральный закон РФ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (в ред. Федеральных законов от 21.12.2001 №178-ФЗ, от 21.03.2002 №31-ФЗ, от 14.11.2002 №143-ФЗ).
2. Федеральный закон РФ «О страховании вкладов физических лиц в банках Российской Федерации» (принят Государственной Думой 28.11.2003, одобрен Советом Федерации 10.12.2003, подписан Президентом РФ 23.12.2003 №177-ФЗ).
3. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утверждены Постановлением Правительства Российской Федерации от 06.07.2001 №519.
4. «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержден Приказом Минфина России и ФКЦБ России от 29.01.2003 № 10н/03-6/пз.
5. Инструкция от 1 октября 1997 г. №1 «О порядке регулирования деятельности банков».
6. Инструкция от 16 января 2004 г. №110-И «Об обязательных нормативах банков».

7. Инструкция от 1 октября 1997 г. №17 «О составлении финансовой отчетности».
8. Инструкция от 30 июня 1997 г. №62а «О порядке формирования и использования резерва на возможные потери по ссудам».
9. Указание ЦБ РФ от 16.01.2004 №1379-У «Об оценке финансовой устойчивости банка в целях признания ее достаточной для участия в системе страхования вкладов».
10. Указание ЦБ РФ от 16.01.2004 №1376-У «О перечне, формах и порядке составления и предоставления форм отчетности кредитных организаций в Центральный Банк Российской Федерации».
11. «Правила ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации» – Приложение к Положению Банка России «О правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории РФ» от 05.12.2002 г. №205-П.
12. Бюллетень банковской статистики (2000-2006 г.).
13. Вестник Банка России (2000-2006 г.).
14. Обзор банковского сектора Российской Федерации. Аналитические показатели. январь 2007 г.
15. Стратегия развития банковского сектора РФ на период до 2004 г. Совместное заявление ЦБ РФ и Правительства РФ от 30.12.2001 г.
16. Стратегия развития банковского сектора РФ на период до 2008 г.
17. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.-1120 с.
18. Дамодаран Асват. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. / Пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.-1342 с.
19. Коупленд Т., Колер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление.- 2-е изд./ Пер. с англ.-М.: ЗЮ «Олимп-Бизнес», 2000.-576 с.
20. Ларионова И. В. Реорганизация коммерческих банков. - М.: Финансы и статистика, 2000.-368с.: ил.
21. Решоткин К.А. Оценка рыночной стоимости коммерческого банка. – М.: Экономический факультет МГУ, ТЭИС, 2002.-286 с.
22. Газета «Ведомости».
23. Оверченко М. Второй по размеру банк Америки создали Bank of America и FleetBoston // Ведомости. 28.10.2003.
24. Орехин П. Российские банки обманывают вкладчиков // Независимая газета. 03.09.2003.
25. Парамонова Т.В. 2004 год – год перехода российского банковского сектора на подготовку финансовой отчетности по международным стандартам // Деньги и кредит. №1, 2004, с.3-6.
26. Плион Д. Модель банка будущего // материалы ИНИОН РАН // www.bankir.ru.
27. A. Damodaran «The Dark Side of Valuation». Prentice Hall PRT, 2001.
28. McKinsey&Company. Expansion into Eastern Europ. The problem: valuing a bank in an emergigng market. 2001.
29. E. Ronn and A. Verma. Prucing Risk – Adjusted Deposit Insurance: An Option-Based Model // Jornal of Finance. September 1986. P. 871-895.
30. <http://www.cbr.ru>.
31. [www.businesspress.ru](http://www.businesspress.ru).
32. [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com).
33. <http://www.bankir.ru>.
34. [www.cfin.ru](http://www.cfin.ru).
35. [www.damodaran.com](http://www.damodaran.com).
36. [www.gazeta.ru](http://www.gazeta.ru).
37. [www.mdmbank.ru](http://www.mdmbank.ru).
38. [www.micex.ru](http://www.micex.ru).
39. [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com).
40. [www.moody.com](http://www.moody.com).
41. [www.rbc.ru](http://www.rbc.ru).
42. [www.raiffeisen.ru](http://www.raiffeisen.ru).
43. [www.rosbank.ru](http://www.rosbank.ru).
44. [www.rosinvest.ru](http://www.rosinvest.ru).

45. [www.shfm.ru](http://www.shfm.ru).
46. [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru)
47. [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru).
48. [www.trodial.ru](http://www.trodial.ru).
49. [www.valuationpro.com](http://www.valuationpro.com).
50. [www.vesti.ru](http://www.vesti.ru).
51. Информационно-справочная система «Гарант».
52. Информационно-справочная система «Консультант».

*Мозгалева Татьяна Николаевна*

## РЕЦЕНЗИЯ

Рецензируемая статья выполнена на актуальную тему, посвященную проблеме оценки рыночной стоимости коммерческого банка в российских условиях, характеризующихся отсутствием достаточной теоретической и практической базы по рассматриваемой проблематике.

Знакомство с работой показывает, что Мозгалева Т.Н. обстоятельно изучила законодательную базу, литературу, а также зарубежную и российскую практику по этому вопросу.

Автор умело сочетает теоретические и практические подходы к оценке рыночной стоимости коммерческого банка. В статье излагаются ключевые моменты исследуемой темы, критически оцениваются возможности применения западного опыта оценки рыночной стоимости к коммерческим банкам России.

Статью выгодно отличает квалифицированное, творческое рассмотрение проблемы оценки рыночной стоимости КБ в России. Особенно ценно наличие новизны в работе Мозгалевой Т.Н.:

- при разработке рекомендаций по адаптации зарубежных методов оценки рыночной стоимости коммерческого банка к российским условиям учтен фактор введения в России системы страхования вкладов физических лиц, как новейшей тенденции развития отечественного банковского сектора;
- выявлены проблемы оценки рыночной стоимости коммерческих банков с учетом особенностей современных российских КБ и предложены пути их решения;
- разработан метод оценки рыночной стоимости коммерческого банка, учитывающий современные российские условия, сочетающий в себе элементы метода DCF и метода чистых активов.

Несомненным преимуществом работы Мозгалевой Т.Н. является ее логичность, последовательность, а также использование схем и таблиц для наглядности и количественного подтверждения сделанных автором выводов.

В качестве рекомендаций автору предложено теоретически развивать выбранную тему. Среди возможных направлений дальнейших исследований можно выделить изучение проблемы применения метода реальных опционов к оценке рыночной стоимости КБ.

Данная статья соответствует предъявляемым к подобному рода работам требованиям и рекомендуется к публикации.

*Никитушкина И.В., к.э.н., доцент кафедры «Финансы и кредит»*

## 8. PROBLEMS OF INVESTMENT

### 8.1. PROBLEMS OF COMMERCIAL BANK'S MARKET VALUATION IN RUSSIA, AND SOME POSSIBILITIES FOR THEIR SOLUTION

T.N. Mozgaleva, Post-Graduate of Faculty «Finance and the Credit» Economic Faculty

*Moscow State University it. M.V. Lomonosova*

#### **Urgency of a subject**

The topicality. In modern stage of financial security's conditions, opportunity of additional resources and investments' using in commercial bank for following business development is led of it's financial stability rate.

Valuations of banking business is very important theoretical and practical problem. The theoretical interest to banking valuation's theme is connected with lacking of necessary and detailed base, which is appropriate for Russian conditions. The main volume of modern literature about business valuation is devoted to methods for valuation of industrial sector. The banks and the others financial firms have their own specifications, which make the process of valuation very difficult. More over, all of the western developments about business valuation are not include specifications of Russian commercial banks.

This problem is very interesting for practising economist also. Firstly, analysts encounter with difficulties in valuation's process because:

- 1) it's very difficult to determine debt and reinvestments for banks; it make's the valuation of cash flows very difficult in turn;
- 2) banking business is subject of strong regulation; for that reason it's necessary to account all consequences of such requirements.

Secondly, rich western experience in valuation practice can't to use in Russia in the unchanging form (because, as it was noted before, russian commercial banks have many national specifications).

#### **Main practical results**

In this article the opportunity for using of western approaches (Income approach, Asset Based approach and Market approach) and methods to banking valuation in modern Russian conditions (capitalisation's, DCF, net assets, branch's coefficients, capital's markets, deal's) is analysed. As result we have obtained the next results:

1. The main specific traits of Russian banking sector were exposed. These traits influence to market value size and, so, we must account their in valuation process:
  - Having of «black» capital in many Russian commercial banks.
  - «Drawing» balances (using of «technical» incomes and expenses).
  - Having not only hiding incomes, but also liabilities (such as unaccounting for example notes, bad credits etc.).
  - The forecast of rapid russian banking sector growth.
  - The tendency to transpiration.
  - The appearance of system of deposit's insurance.
2. As result of our research we made conclusion about the necessity of perfections of all banking valuation's methods to russian conditions. Also we noted, that not each of examining methods are usefull for valuation of Russian banks.
3. We offer to use in Russian practise the mixed method, including advantages of DCF and net assets. So, the DCF method allows us to take into account future tendencies of bank and banking sector's development, and the net assets method allows us to note specifications of balances and the system of deposit's insurance value.

More over, in this article is critically presented a theoretical base.

1. We exposed and analysed specific features of banking business, which influence on valuation.
2. We systematized and characterized main approaches and methods to market valuation of commercial banks.

*With measure of necessary we showed on examples realisation of some theoretical and practical tasks. The author also used tables and pictures for visual presentation of the research.*