

Петрущенко Ю.М.,
арбитражный управляющий,
соискатель Сибирской академии финансов и банковского дела.
Эл. почта: Pet3276@mail.ru

Анализ методов оценки стоимости коммерческого банка в российской и зарубежной банковской практике

В статье проводится анализ современных методов оценки стоимости банковского бизнеса. Особое внимание уделяется сравнительному методу и выбору мультипликаторов как ключевых показателей в определении стоимости бизнеса.

Ключевые слова: стоимость банка, методы оценки стоимости: доходный, затратный, сравнительный; модель оценки, мультипликаторы, сделки слияния и поглощения.

Выбор конкретных подходов и методов оценки зависит от типа определяемой стоимости и от имеющейся в распоряжении оценщика информации.

Как правило, необходимость проведения оценки возникает в случаях полной или частичной продажи банка, размещения акций на фондовом рынке, слияния/поглощения, интереса собственника к оценке своего бизнеса, проведения реинжиниринга менеджмента, ликвидации кредитной организации и др.

Многие владельцы банков, сталкиваясь с дефицитом ресурсов для развития бизнеса, пытаются привлечь их путем продажи части своего пакета акций - изначально, неконтрольного - миноритарным акционерам, иногда - нерезидентам. В некоторых случаях руководство может принять решение о размещении акций банка на фондовом рынке.

Учитывая текущую ситуацию в российском банковском секторе, большинство целей оценки сосредоточено вокруг продажи бизнеса и сделок слияния/поглощения. Причем в большинстве подобных сделок осуществляется именно внешняя оценка, то есть оценка не специалистами банка, имеющими в наличии всю необходимую информацию и работающими в исключительно в интересах собственников, а внешними оценщиками, работающими на рынок – исходя из интересов потенциальных собственников.

Количество сделок по слияниям и поглощениям растёт год от года, но они зачастую не дают желаемого эффекта, не создают добавочной стоимости для собственников поглощаемого банка, хотя требуют длительного и недешёвого процесса юридических и финансовых переговоров.

Исследования, регулярно проводимые ведущими консалтинговыми компаниями (например, McKinsey, PricewaterhouseCoopers, KPMG и др.), показывают, что одной из ключевых проблем, связанных с итоговой эффективностью слияний и поглощений является достоверная оценка приобретаемого банка банком-покупателем.

Подход к оценке рыночной стоимости любого объекта представляет собой совокупность методов оценки, определяющих рыночную стоимость с учетом одних и тех же факторов сходными способами.

Международная теория и практика оценки не дают точного однозначного ответа на вопрос относительно количества и наименования подходов и методов оценки стоимости. Однако, используемые методы можно с определенной долей условности разделить на методы доходного подхода, методы затратного подхода и методы сравнительного подхода к оценке рыночной стоимости бизнеса.

Нет смысла расписывать все методы перечисленных подходов, об этом достаточно подробно можно прочитать во многих работах современных специалистов и исследованиях теоретиков. При анализе существующих методов оценки можно остановиться на некоторых особенностях методов оценки банков в российских условиях и выделить особенности влияния кризиса на оценку банковского бизнеса в России.

Из перечисленных подходов традиционно выделяют доходный, включающий: метод дисконтирования денежного потока, метод экономической добавленной стоимости и метод капитализации дохода. Общим в применении данных методов является определение рыночной стоимости собственного капитала коммерческого банка путем дисконтирования или капитализации одного из видов доходов по ставке, отражающей среднерыночную доходность альтернативных финансовых институтов.

Основной предпосылкой применения доходного подхода является его наибольшее соответствие целям и принципам оценки бизнеса как действующего. Прежде всего, это относится к методу дисконтирования денежных потоков.

Вообще, в доходном подходе, согласно мнениям специалистов-практиков, кроются две основные проблемы: как правильно рассчитать прогнозный период и определить ставку дисконтирования.

В соответствии с теорией оценки бизнеса прогнозный период должен охватывать количество лет, необходимых банку (любой компании) для достижения устойчивых темпов роста. Однако, поскольку денежный поток и темпы развития коммерческого банка никогда не могут быть стабильными (одинаковыми или пропорционально растущими/снижающимися) в долгосрочном периоде, при оценке банка прогнозный период принимается равным максимальному интервалу, в течение которого оценщик может составить прогноз с приемлемой степенью вероятности.

Реально продолжительность прогнозного периода ограничивается (как минимум) двумя факторами: уровнем риска (нестабильности) оцениваемого бизнеса; уровнем риска (нестабильности) внешней (макроэкономической) среды. Если осуществлять фактический расчет, то прогнозируемый период для российских банков – очень маленький в сравнении с западными (максимум – 1 год).

Для определения ставки дисконта (денежного потока на собственный

капитал) наиболее распространенными методами являются метод кумулятивного построения и модель оценки капитальных активов. Для денежного потока для всего инвестированного капитала обычно используют модель средневзвешенной стоимости капитала.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов (САРМ – Capital Assets Pricing Model) ставка дисконта определяется следующим образом[2]:

$$R = R_f + b(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (1)$$

где

R – требуемая инвестором ставка дохода на собственный капитал;

R_f - безрисковая ставка дохода;

R_m – общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

$(R_m - R_f)$ - рыночная или рисковая премия;

β – коэффициент бета (мера систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране), то есть коэффициент рыночного риска;

S_1 – премия за риск, обусловленный размером банка;

S_2 – премия за риск, характерный для отдельного банка;

C – страновой риск (риск инвестиций в конкретную страну).

Данная модель базируется на модели Шарпа. По этой модели определяется стоимость акционерного капитала банка через комбинацию доходности по безрисковым вложениям и премии за риск:

$$R = R_f + b(R_m - R_f) \quad (2)$$

Несомненным преимуществом модели Шарпа является использование всей доступной, в том числе и рыночной, информации об оцениваемом объекте, что во многом облегчает оценку такой закрытой организации, как банк. В то же время применение данной модели требует от оценщика достаточно высокой квалификации и опыта.

Коэффициент β представляет собой величину, измеряющую рыночный риск. Он показывает, как реагирует курс ценной бумаги на колебания рынка, и определяется соотношением между изменением дохода на акции данного банка и изменением среднего дохода акций на рынке ценных бумаг.

Коэффициент β обычно рассчитывают на основе взаимосвязи фактической доходности ценных бумаг и фактической рыночной доходности. Каждый вид ценной бумаги имеет собственный коэффициент β , представляющий собой индекс доходности данного актива по отношению к доходности рынка ценных бумаг в целом. На западе значение этого коэффициента определяют по статистическим данным для каждого банка, котирующего свои ценные бумаги на бирже, и периодически публикуют в специальных справочниках.

В России все сложнее. Учитывая, что даже при грамотно составленном денежном потоке небольшие искажения в расчете ставки дисконта приведут к существенному изменению стоимости оцениваемого банка, неточность в

оценке β может значительно исказить результат[1].

Снять некоторым образом проблему расчета коэффициента β в условиях практически полного отсутствия фондового рынка поможет использование модели кумулятивного построения.

В соответствии с этой моделью ставка дисконтирования рассчитывается путем прибавления к безрисковой ставке поправок на: качество управления банком (качество менеджмента); размер банка; финансовую структуру; диверсификацию клиентов банка; уровень прибыльности (рентабельности) и степень прогнозируемости (стабильности); прочие факторы.

В данном методе есть один важный недостаток – субъективность мнения оценщика в отношении поправок. В соответствии со сложившейся на Западе практикой оценки величина каждой поправки может колебаться в пределах 0-5%. Перед оценщиком при использовании модели кумулятивного построения встает вопрос обоснования вводимых поправок. В условиях отсутствия хорошей статистической базы, малого опыта оценок банков на российском рынке, на сегодняшний день сложно делать выводы, о том, насколько этот метод практически применим (хотя в отсутствие развитого фондового рынка, очень сложно определять коэффициент β).

При проведении сделки M&A следует рассчитать новую ставку дисконтирования, общую для интегрируемых банков. Здесь будет заключаться самое сложное – учесть все наиболее существенные факторы при субъективной оценке коэффициента β .

Для оценки синергии необходимо выявить её источник и на основе данной информации можно определить прогнозируемые денежные потоки объединённого банка, и, зная новую ставку дисконтирования, рассчитать текущую стоимость банка с учётом синергии. Это тоже сделать достаточно сложно, и в текущем рынке этого практически никто и не делает, поскольку большинство сделок M&A – вынужденные, и оценивать с высокой степенью достоверности синергетический эффект и его влияние на стоимость объединённого банка в вынужденной сделке нецелесообразно.

Доходный подход целесообразно применять именно при оценке действующего бизнеса, так как он акцентирует внимание на получении прибыли коммерческого банка в будущем. Этот подход используется также при определении стоимости отдельных видов активов коммерческого банка, таких, как кредитный портфель, инвестиционный портфель, объекты банковской недвижимости и др.

При рыночной оценке банков в России используют и затратный подход. Суть его состоит в поэлементной оценке активов и обязательств коммерческого банка. При этом сначала оценивают рыночную стоимость каждого актива банка. Переоценка активов по рынку проводится по причине того, что их рыночная стоимость будет отличаться под действием инфляции, изменения конъюнктуры рынка и других факторов. Затем определяется рыночная стоимость обязательств банка. Рыночная стоимость собственного капи-

тала банка будет равна разнице между рыночной стоимостью его активов и рыночной стоимостью долга.

В зависимости от предложений о возможностях дальнейшего развития банка, которые обуславливают тип определяемой при оценке активов стоимости, в рамках затратного подхода выделяют метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости[2].

Наличие значительного количества банков, испытывающих проблемы, сейчас велико, поэтому и затратный способ использовать не совсем целесообразно (если только вместе с другими подходами): оценить все имеющиеся активы по рыночной стоимости сейчас не так просто с учетом их быстрого обесценения и падения спроса, обязательства оценить проще, но разница между активами и обязательствами (упрощенная оценка по затратному подходу) может быть очень низкой и не отражать реальной стоимости банка.

Кроме того, банки сейчас покупаются не для получения прибыли в моменте, а для постепенного роста капитализации и повышения конкурентоспособности в перспективе, соответственно, покупки позволяют себе далеко не все крупные банки, хотя самые привлекательные региональные банки уже проданы/куплены (как раз те, которые справедливо было оценивать по доходному и/или затратному методу). Значительная часть банков, предлагаемых к продаже частично (миноритарные пакеты) либо полностью, так или иначе, испытывают проблемы.

При оценке проблемных банков практика выработала свои требования:

- оценка стоимости проблемного банка должна проводиться в оптимально короткие сроки. Это следует из того правила оценки качества активов, что если с проблемным активом с течением времени ничего не происходит, то его качество снижается;

- возможны трудности в получении полной и достоверной информации, поэтому оценка в значительной степени будет носить экспертный характер;

- так как фактор зависимости проблемного банка от кредиторов, акционеров и органов банковского надзора велик, необходимо наладить информационную работу и переговорный процесс для получения достоверной оценки возможных перспектив развития событий.

Исходя из отмеченных подходов, оценку можно попытаться провести с помощью сравнительного подхода (взять его за основу). Данный подход является наименее распространенным среди всех. Если быть более точным, то этот подход нечасто применяют в чистом виде, он в большинстве случаев удачно комбинируется с прочими подходами для получения максимально достоверной оценки стоимости банка.

В то же время, именно этот подход наиболее распространен на Западе и западные банки-инвесторы очень заинтересованы в получении оценки с помощью этого подхода.

Общеизвестно, что сравнительный подход невозможно применить в случаях отсутствия развитого рынка соответствующих активов либо отсутст-

вия информации, статистических данных о суммах сделок купли-продажи, сделок слияний и поглощений, котировок акций аналогов. В связи с неразвитостью рынка акций, отсутствием открытых, прозрачных данных о расчетной или фактической (рыночной) стоимости банков и их акций этот подход редко использовался при оценке рыночной стоимости банковского бизнеса в России.

Сравнительный подход используется тогда, когда необходимо осуществить оценку в сжатые сроки и придать оценке объективность, поскольку сравнительный метод – рыночный метод и учитывает «настроение» рынка. Другими словами, основным преимуществом сравнительного подхода является то, что стоимость бизнеса банка фактически определяется рынком, так как оценщик лишь корректирует реальную рыночную цену аналога для лучшей сопоставимости, тогда как при применении других подходов к оценке бизнеса или акций банка, стоимость является результатом расчета. Сравнительный метод англоязычные финансисты называют «quick and dirty valuation» (быстрая и грязная оценка)[3].

Сравнительный подход объединяет в себе три метода оценки: метод рынка капитала (метод компании-аналога), метод сделок (метод продаж), метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала основан на анализе данных, сформированных открытым фондовым рынком; метод сделок основан на использовании цены приобретения банка – аналога в целом или его контрольного пакета акций; метод отраслевых коэффициентов основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой бизнеса банка и определенными финансовыми параметрами.

Наибольший интерес в настоящее время представляют метод рынка капитала и метод сделок. Эти методы можно адаптировать под вполне конкретные рыночные условия (в частности, речь о мультипликаторах).

Особое значение при применении и сравнительного подхода имеют выбор банков-аналогов и расчет мультипликаторов.

Основными факторами при выборе аналогов выступают страновой, отраслевой и временной факторы. Желательно совпадение страны ведения бизнеса и чтобы оценка производилась на одну и ту же дату. В условиях внешней оценки для сопоставления подобранных аналогов возможно проведение анализа как абсолютных финансовых показателей деятельности коммерческих банков - валюта баланса, чистые активы, собственный капитал, суммарные обязательства, чистая прибыль и т.д., так и относительных коэффициентов - рентабельность акционерного капитала (Return on Equity - ROE), рентабельность активов (Return on Assets- ROA).

Количество банков – аналогов, которое желательно применять при проведении оценки, каждый оценщик определяет самостоятельно: американская практика говорит о том, что 4-7 банков достаточно[4], российские оценщики – все зависит от конкретной отрасли и не имеет смысла сужать количество используемых аналогов[3].

Что касается мультипликаторов, то специфика банковского бизнеса определяет преимущественное использование следующих оценочных мультипликаторов – «цена/прибыль» и «цена/балансовая стоимость акционерного капитала».

Мультипликатор «цена/прибыль» (price /earnings ratio - P/E) для банка определяется аналогичным образом, как и для любой другой компании, и равен отношению рыночной цены одной акции банка к прибыли, приходящейся на одну акцию (за год), другими словами, равен рыночной капитализации банка, деленной на его чистую прибыль в полном объеме и показывает, во сколько раз больше инвесторы готовы заплатить за банк по сравнению с зарабатываемой им чистой годовой прибылью.

С экономической точки зрения мультипликатор P/E есть величина, обратная норме дисконта (требуемой доходности на капитал) при определенных допущениях (стабильная прибыль в течение нескольких лет), поэтому допустимо на основе определения нормы дисконта проводить оценку банка. Однако, практики склонны применять данные банков-аналогов для расчета мультипликатора P/E, а не норму дисконта. Дело в том, что не всегда можно объективно определить требуемую доходность, особенно в условиях кризиса. Именно аналогия и позволяет установить норму доходности, которую требуют инвесторы на свои вложения в подобные бумаги. Применяя мультипликатор P/E банков-аналогов можно фактически определить величину дисконта.

В отличие от других компаний на величину мультипликатора P/E банка оказывает влияние объем резервов, созданных им для покрытия сомнительных ссуд. Более осторожные, консервативные банки, создающие большие объемы таких резервов, сокращают тем самым собственную прибыль и имеют более высокий мультипликатор P/E. При проведении оценки рыночной стоимости коммерческого банка методом рынка капитала или методом сделок необходимо обязательно учитывать данное обстоятельство и вносить в расчеты соответствующие корректировки.

Еще одним важнейшим для оценки банков мультипликатором является мультипликатор - «цена/балансовая стоимость акционерного капитала» (price/book value of equity - P/BVE или P/BV – в сокращенном варианте). Он равен отношению рыночной цены одной акции банка к балансовой стоимости акционерного капитала, приходящейся на одну акцию. Если полученное значение менее 1, то это верный признак проблем в бизнесе банка (фактически рыночная капитализация менее балансовой!). Примерно такая ситуация наблюдалась в российском банковском секторе (акции крупнейших государственных банков – Сбербанк и ВТБ – котировались существенно ниже их балансовой стоимости, мультипликатор P/BV был равен – 0,4 по итогам первого квартала 2009 года), что было обусловлено, в первую очередь, развитием мирового финансового кризиса.

Рассматриваемый мультипликатор связан с мультипликатором P/E через рентабельность акционерного капитала (ROE), которая равна отношению

прибыли к величине акционерного капитала, то есть:

$$ROE = \frac{E}{BV} \quad (3)$$

Тогда при добавлении в числитель и знаменатель дроби цену акций получается:

$$ROE = \frac{E \times P}{BV \times P} = \frac{P}{BV} \div \frac{P}{E} \quad (4)$$

Таким образом, рентабельность акционерного капитала равна отношению приведенных выше мультипликаторов (в формуле (4)), и, наоборот, мультипликатор «цена /балансовая стоимость акционерного капитала» равен произведению значения рентабельности акционерного капитала на мультипликатор «цена/прибыль»:

$$\frac{P}{BV} = ROE \times \frac{P}{E} \quad (5)$$

Учитывая, что ROE банки определяют и прогнозируют на постоянной основе, можно определять один мультипликатор и через него рассчитывать другой. Но такой подход, безусловно, не будет учитывать возможные корректировки.

Сам по себе показатель ROE – рентабельность капитала - является очень важным в оценке. Он фактически демонстрирует возможность банка генерировать доходы, и его величина (чем выше, тем лучше) в оценке привлекательности бизнеса играет важную роль.

Здесь не случайно приведены важнейшие мультипликаторы оценки банков: при расчете данных мультипликаторов можно параллельно делать выводы на основе величины рентабельности капитала. А если рентабельность капитала заменить на рентабельность капитала с учетом уровня рисков, тогда при проведении оценки стоимости сравнительным подходом можно получить очень качественную оценку (при достоверной оценке уровня рисков).

Методы сравнительного подхода при оценке банка достаточно сложны и трудоемки в применении. Однако, результаты, полученные с помощью этих методов, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга банков-аналогов.

Таким образом, сравнительный подход предоставляет:

- возможность (в условиях внешней оценки) провести наиболее достоверную оценку стоимости коммерческого банка в условиях ограниченного объема информации;

- факт того, что полученный результат отражает реальное соотношение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку сложившаяся цена фактической сделки наиболее полно учитывает рыночную ситуацию.

Однако, в условиях отсутствия развитого фондового рынка применять только данный подход нецелесообразно. Наилучший результат он даст в купе с доходным и затратным подходами.

Российский рынок специфичен, не всегда то, что успешно применяют западные специалисты, является столь же успешным в России, и методы оценки не являются исключением. Их и так необходимо было раньше адаптировать под российские условия работы банковской системы, рынка M&A и т.д., так еще и влияние кризиса сказало свое слово. Вместе с тем, подходы к оценке российских банков в целом совершенствуются, рынок становится более цивилизованным, а деятельность банков – более прозрачной.

Список литературы

1. Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента.-2004. -№4.- С.113-132.
2. Хитчнер Джеймс Р. Три подхода к оценке стоимости бизнеса. - Марсрейка, 2008.- 304 с.
3. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг // М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. - 190с.
4. Шишкин А. А. Взгляд на стоимостный подход к управлению // Экономический вестник РТ.-№2. -2009г. // http://www.cfin.ru/management/finance/valman/managerial_aspect.shtml