

АНАЛИЗ МЕТОДОЛОГИИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БАНКОВ: ДАЛЬНЕЙШИЕ ПУТИ РАЗВИТИЯ

УДК 336.713

Матвей Дмитриевич Бондаренко, аспирант кафедры Финансов, кредита и банковского дела (ФКиБД) Московского Государственного Университета экономики, Статистики и информатики (МЭСИ)
Тел.: (499) 661-12-86
Эл. почта: bon-matvej@yandex.ru

В работе рассмотрена существующая методологическая база оценки стоимости промышленных предприятий. Приводится краткое описание сущности, преимуществ и недостатков каждого метода оценки. Отдельное внимание работы направлено на выявление возможности применения традиционных методов оценки применительно к оценке стоимости банков и банковских интеграционных сделок. По результатам проведенного анализа предлагаются направления по дальнейшему развитию методов оценки банков.

Ключевые слова: оценка стоимости банка, оценка банковских слияний и поглощений, методы оценки бизнеса.

Matvey D. Bondarenko, Post-graduate student, the Department of Finance, Credit and Banking Moscow State University of Economics, Statistics and Informatics (MESI)
Tel.: (499) 661-12-86
E-mail: bon-matvej@yandex.ru

BANK VALUATION METHODS ANALYSIS: DEVELOPMENT OPTIONS

The paper considers existing business valuation methods. A brief description of the essence, advantages and disadvantages of each valuation method was provided. Special attention in the study was paid to the identification of the possibility of using traditional valuation methods for the purpose of bank and banking M&A deals valuation. Based on the analysis results further development options of bank valuation methods were proposed.

Keywords: bank valuation, banking mergers and acquisitions valuation, business valuation methodology.

1. Введение

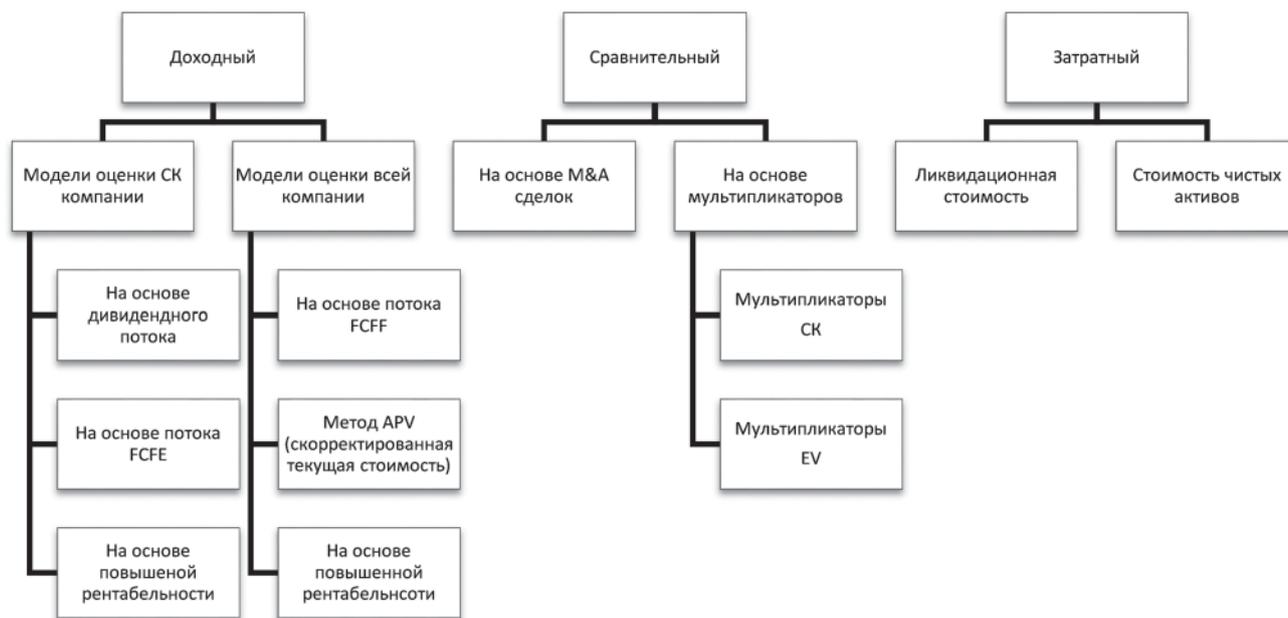
С начала 1990-х годов актуальность проблемы обеспечения непрерывного роста организации, возникающая перед её руководителями и инвесторами, существенно возросла. Рост актуальности был обусловлен интенсификацией уровня конкурентной борьбы между компаниями в различных отраслях по всему миру. В связи с этим огромную популярность получила концепция управления бизнесом, основанная на концепции экономической добавленной стоимости. Концепция управления компанией, основанная на максимизации её рыночной стоимости, быстро приобрела широкую популярность во всех отраслях, в том числе и в банковском секторе. На данный момент концепция экономической добавленной стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса [1]. Однако её использование применительно к банкам подразумевает наличие существенных ограничений, обусловленных относительной неразвитостью и скудностью методологии оценки рыночной стоимости финансовых институтов.

Для достижения поставленных в настоящей работе целей под понятием «оценка банка» понимается процесс нахождения стоимости финансового института, измеряемой в денежном выражении и на определенную дату с учетом принимаемых рисков и ожидаемой доходности, вытекающих из инвестирования в актив. Несмотря на тот факт, что практически все теоретики признают применимость базовых принципов и методов оценки для целей выявления стоимости финансовых институтов (в том числе и банков), проблема нахождения наиболее оптимального, теоретически и методологически корректного метода все же остается актуальной. Для идентификации оптимального и корректного метода оценки стоимости банка в настоящей работе осуществляется анализ самых распространенных на текущий момент методов оценки стоимости промышленных компаний. Анализ включает краткое описание сущности, преимуществ и недостатков каждого из методов. На основе результатов анализа затем делается вывод о приемлемости метода и объективности результатов его применения по отношению к оценке банков и банковских M&A сделок.

2. Традиционные методы оценки

Все имеющиеся на данный момент методы оценки стоимости бизнеса подразделяются на три группы: методы доходного, сравнительного и затратного подходов. В основе каждого из подходов лежит уникальный фактор (или группа факторов), на основе которого (которых) строится вся методологическая база подхода по нахождению стоимости компании [2]. Соответственно, использование того или иного подхода оценки подразумевает применение определенной методики расчета и использование определенного типа информации (например, ретроспективной, текущей или прогнозной). Так, оценка стоимости бизнеса доходным подходом предполагает использование дохода в качестве основополагающего драйвера стоимости компании. При использовании сравнительного подхода цена компании рассчитывается на основе информации, полученной на рынке. Затратный подход основан на калькуляции затрат, понесение которых необходимо для создания аналогичного оцениваемой компании бизнеса. Перечень основных методов оценки компаний и используемые в рамках каждого подхода модели и инструменты представлены на рисунке 1.

В рамках данной классификации методы оценки стоимости бизнеса на основе дерева решений и метода реальных опционов не рассматриваются, поскольку они не являются традиционными и направлены на калькуляцию стоимости в крайне специфических ситуациях.



Источник: анализ автора

Рис. 1. Методологическая база оценки

Доходный подход. Применение любого метода доходного подхода для оценки компании подразумевает прогнозирование и последующее дисконтирование показателя дохода организации. Причиной существования великого множества вариаций (моделей) подхода является наличие у оценщика возможности выбора величины, используемой в качестве показателя дохода компании, и способа расчета ставки дисконтирования. Подход условно можно разделить на две вариации: модели оценки стоимости только собственного капитала компании и модели оценки стоимости всей компании.

Сравнительный подход. В мировой практике оценки сравнительный подход используется крайне часто, зачастую дополняя результаты, полученные при использовании доходного подхода. Получаемая при использовании сравнительного подхода стоимость основывается на информации двух типов:

- фактически сформированной на момент оценки компании конъюнктуры рынка купли и продажи бизнеса;

- исторических, текущих и ожидаемых результатов финансово-хозяйственной деятельности оцениваемой организации.

Подход условно можно разделить на две вариации: оценка стоимости компании на основе мультипликаторов фактически совершенных M&A сделок (M&A transaction analysis) и традиционная оценка компании на основе мультипликаторов. В большинстве случаев применительно к промышленным компаниям используются три группы мультипликаторов для расчета стоимости:

- мультипликаторы стоимости собственного капитала (P/E, PEG, P/BV, P/Sales)

- мультипликаторы стоимости компании (EV/Sales, EV/Book capital, EV/EBITDA, EV/EBIT)

- специфические отраслевые мультипликаторы (например, EV/количество подписчиков у новостных компаний или EV/протяженность волоконно-оптической сети в км у интернет провайдеров).

Затратный подход. Затратный подход является основополагающим подходом современной оценочной деятельности и основан на калькуляции затрат, понесение которых необходимо для создания аналогичного оцениваемой компании бизнеса. В то же время, для оценки бизнеса в рамках M&A затратный подход практически не используется ввиду отсутствия

гибкости и наличия в нем косвенного допущения об отсутствии у оцениваемой компании перспектив роста. Исключением является оценка стоимости компаний в рамках интеграционных distress-сделок. Подход включает два метода: метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. При оценке бизнеса методом чистых активов осуществляется отдельная оценка активов и обязательств бухгалтерского баланса с целью последующей калькуляции их разности, отражающей стоимость чистых активов[2]. Стоимость чистых активов в рамках затратного подхода считается равной стоимости компании. При оценке бизнеса методом ликвидационной стоимости разрабатывается календарный график ликвидации активов, за которым следует продажа активов и калькуляция чистой ликвидационной стоимости (общего дохода от продажи активов ликвидируемого предприятия за вычетом затрат на его ликвидацию) [3]. Полученная после ликвидации компании ликвидационная стоимость отражает стоимость компании.

В табл. 1 представлен сводный анализ преимуществ и недостатков существующих методов оценки стоимости бизнеса промышленных организаций.

Преимущества и недостатки моделей оценки

Подход	Вариация	Преимущества	Недостатки
Доходный	Модели дисконтирования дивидендов	<ul style="list-style-type: none"> – Простота в использовании – Минимальное количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Зависимость стоимости компании от дивидендной политики – Необходимость учета накопленных на балансе компании денежных средств и финансовых вложений – Не учитывает влияние структуры капитала на стоимость компании
	Модели дисконтирования FCFE	<ul style="list-style-type: none"> – Независимость стоимости компании от дивидендной политики – Отсутствие необходимости учета денежных средств и КФВ на балансе компании 	<ul style="list-style-type: none"> – Повышенная сложность и комплексность расчетов – Увеличение количества допущений (выплата и привлечение долга, инвестиции в оборотный капитал и ОС) – Косвенное допущение о том, что весь генерируемый фирмой денежный поток будет выплачен акционерам – В полной мере не учитывает влияние структуры капитала на стоимость компании
	Модели дисконтирования FCFE	<ul style="list-style-type: none"> – Независимость стоимости компании от дивидендной политики – Учет влияния текущей и целевой структуры капитала на стоимость – Отсутствие необходимости в прогнозе привлекаемых и выплачиваемых заемных средств – Получение стоимости всей компании, а не только собственного капитала 	<ul style="list-style-type: none"> – Повышенная сложность и комплексность расчетов – Увеличение количества допущений (амортизация, реинвестиции в оборотный капитал и ОС) – Отсутствие понимания о влиянии заемного финансирования на стоимость компании
	Метод APV	<ul style="list-style-type: none"> – Независимость стоимости компании от дивидендной политики – Легкость учета изменения структуры капитала компании – Понимание влияния заемного финансирования на стоимость компании 	<ul style="list-style-type: none"> – Увеличение количества допущений (амортизация, реинвестиции в оборотный капитал и ОС) – Сложность корректного расчета вероятности дефолта и потенциальных затрат компании при его наступлении
	Метод повышенной рентабельности	<ul style="list-style-type: none"> – Независимость стоимости компании от дивидендной политики – Простота в использовании – Отсутствие необходимости прогноза денежных потоков – Минимальное количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Отсутствие гибкости и наглядности процесса оценки
Сравнительный	На основе M&A сделок	<ul style="list-style-type: none"> – Получение стоимости на основе рыночных данных – Простота и интуитивная понятность – Минимальное количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Применение ограничено развитостью M&A рынка – Сложность нахождения сопоставимых сделок – Не учитывает перспективы роста компании
	На основе мультипликаторов	<ul style="list-style-type: none"> – Получение стоимости на основе рыночных данных – Простота и интуитивная понятность – Минимальное количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Применение ограничено развитостью рынка – Сложность нахождения сопоставимых компаний – В полной мере не учитывает перспективы роста компании
Затратный	Метод чистых активов	<ul style="list-style-type: none"> – Интуитивная понятность – Минимальное количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Требуется большое количество времени (отдельная оценка активов и обязательств) – Требуется доступ к информации внутреннего / управленческого учета – Не учитывает перспективы роста организации
	Метод ликвидационной стоимости	<ul style="list-style-type: none"> – Интуитивная понятность – Небольшое количество допущений 	<ul style="list-style-type: none"> – Не учитывает перспективы роста организации

3. Методы оценки банка

Несмотря на довольно высокую степень унификации большинства традиционных инструментов оценки, применение части данных инструментов по отношению к оценке финансовых институтов очень затруднено и не всегда дает корректные результаты. В академическом мире данный вопрос не раз поднимался следующими американскими и европейскими учеными: М. Adams, М. Rudolf, А. Damodaran, Т. Copeland, Т. Koller и другими. В своих работах, отталкиваясь от тезиса о специфичности банковской деятельности, часть академиков предлагала свой вариант оценки банка. Проанализировав их работы, можно выделить следующие специфические черты банковской деятельности:

А. Damodaran в своих работах выделяет две отличительные особенности банков от промышленных компаний [4]:

1) Специфика деятельности банков и прочих финансовых институтов сильно отличается от деятельности производственных фирм, что обуславливает различия в системах и методах бухгалтерского учета и основных формах отчетности между банками и обычными компаниями. Данные факторы, по мнению ученого, делают

невозможным применение методов оценки, в основе которых лежит вычисление чистых денежных потоков FCFF и FCFE. Последнее обусловлено тем, что финансовые институты не осуществляют значительных капиталовложений, не имеют чистого оборотного капитала и им присуща отличная от промышленных компаний структура фондирования бизнеса (по факту, заемные средства, составляющие порядка 85–90% пассива баланса банка, являются не его капиталом, а его основным ресурсом, генерирующим прибыль);

2) Вся финансовая деятельность банков жестко контролируется и регулируется:

– большинство банков и страховых компаний обязаны поддерживать определенную долю собственных средств в пассиве своего баланса для обеспечения защищенности средств своих основных клиентов

– банки нередко ограничиваются в предметах инвестирования свободных денежных средств (к примеру, еще в конце 1990-х годов в США присутствовал закон, запрещающий коммерческим банкам осуществлять инвестиционно-банковскую деятельность или быть основным акционером нефинансовой организации) [4]

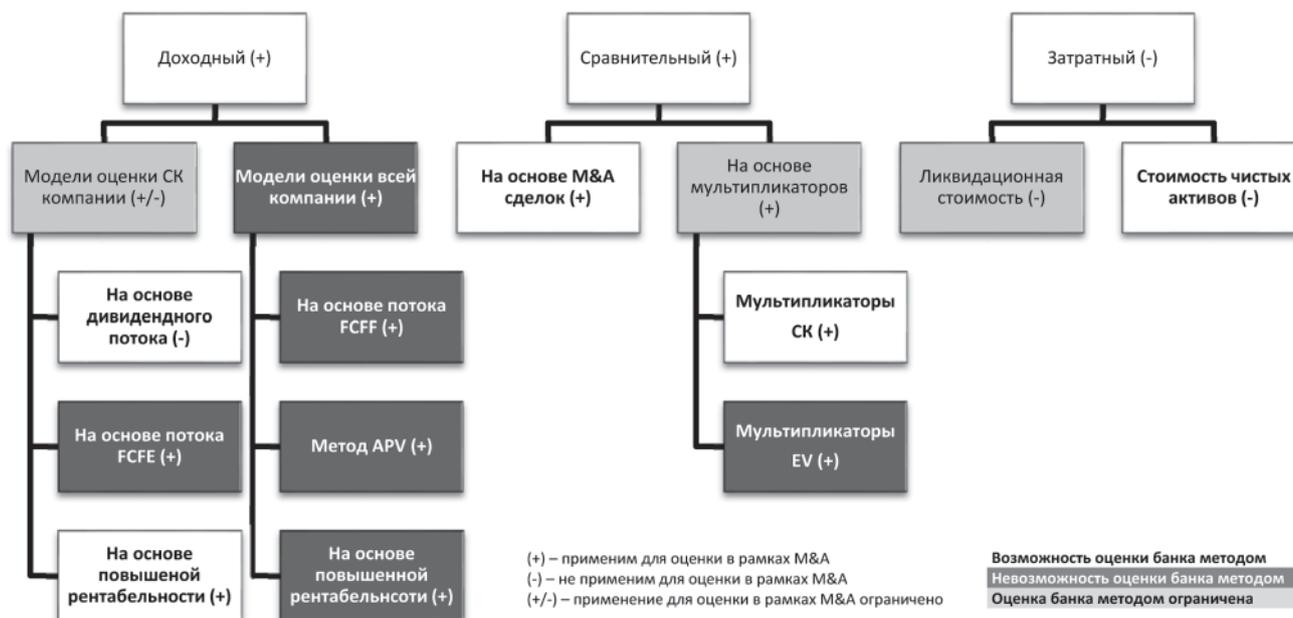
– зачастую, в финансовом секторе присутствует входной барьер (в большинстве стран для осуществления банковской деятельности необходимо получение специальной лицензии)

Немецкие ученые М. Adams и М. Rudolf в своей работе [5] выделяют четыре отличительные черты банков, обуславливающих необходимость модификации традиционных подходов в случае их использования при оценке банка:

1) высокая степень контроля деятельности финансовых институтов со стороны надзорных органов. В том числе необходимость формирования резервов, участие в системе страхования вкладов, барьеры входа в отрасль и требования поддержания достаточности капитала на определенном уровне;

2) «двойственность» банковской деятельности, выражающаяся в том, что банки получают доход не только за счет активов, но и пассивов баланса. Ученые акцентируют внимание на том, что доход банка формируется не только в его кредитующем подразделении, но и в подразделениях, осуществляющих привлечение средств для фондирования операций банка;

3) в процессе осуществления своей деятельности банки подвер-



Источник: анализ автора

Рис. 2. Применимость традиционных методов для оценки банка

жены крайне высокому риску дефолта, но, в отличие от промышленных фирм, данный риск обусловлен спецификой бизнес-модели банка;

4) рентабельность бизнеса банка и, как следствие, его стоимость находятся в большой зависимости от изменения процентных ставок. При этом большинство современных методов оценки не способно должным образом учесть влияние данного риска на стоимость.

На основе проведенных выше анализов преимуществ и недостатков традиционных методов оценки бизнеса промышленных компаний, а также специфичности банковской деятельности был осуществлен анализ применимости традиционных методов к оценке стоимости банка. Результаты анализа представлены на рисунке 2.

На основе проведенного анализа применимости традиционных методов оценки к выявлению стоимости банков можно сделать вывод, что, несмотря на мнения большинства представителей научного сообщества, полноценный результат при оценке банка может быть получен только при использовании половины традиционных методов. При этом методы, которые могут быть использованы, априори обладают рядом недостатков:

- результаты оценки банка с использованием моделей дисконтирования дивидендов находятся в прямой зависимости от дивидендной политики организации и, тем самым, легко могут подвергаться манипуляциям со стороны менеджмента;

- применение метода повышенной рентабельности, не обладающего должной степенью гибкости и наглядности, не дает представления об источниках формирования стоимости оцениваемого банка;

- традиционная оценка через сравнение мультипликаторов собственного капитала не позволяет по-

лучить понимания причин различного восприятия банков рынком.

В дополнение к вышеперечисленному стоит отметить скудность традиционной методологии оценки применительно к банковским интеграционным сделкам. Ввиду того, что большинство М&А сделок оцениваются преимущественно сравнительным и доходным подходами, в случае банковских интеграционных сделок актуальность проблемы только усугубляется. Среди имеющихся вариаций доходного подхода возможностью оценки банка в рамках М&А обладает только метод повышенной рентабельности, а при отказе от него оценка возможна только в случае пересмотра трактовки понятия чистого денежного потока. Стоит также отметить, что применение базового варианта метода повышенной рентабельности в полной мере не позволяет точно оценить влияние интеграционной сделки на конечную стоимость банка.

5. Заключение

Проведенный анализ показал, что использование имеющихся на данный момент традиционных методов оценки стоимости компаний применительно к оценке стоимости банков сопряжено с наличием определенных ограничений и сложностей, существенно снижающих конечную точность результата использования методов. Одновременно с этим, в качестве отдельной проблемы была выявлена скудность традиционной методологии оценки применительно к банковским М&А сделкам.

В качестве рекомендаций по повышению эффективности имеющейся методологии оценки банков можно предложить дальнейшее развитие и совершенствование двух методов – метода повышенной рентабельности и метода мультипликаторов собственного капитала банка. Основные недостатки метода повышенной рентабельности – отсутствие гибкости, наглядности и воз-

можности анализа с его помощью влияния М&А сделки на стоимость банка, могут быть устранены путем его дополнения моделью DuPont, адаптированной под банковскую отчетность. Метод мультипликаторов собственного капитала представляется целесообразным дополнить статистическим инструментарием. Последнее позволит осуществлять анализ, на основе которого может быть сформировано понимание о причинах различного восприятия (оценки) рынком банков со схожими показателями результативности.

Литература

1. Щербакова О. Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции экономической добавленной стоимости//Финансовый менеджмент №3, 2003.
2. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса, – М.: Финансы и статистика, 2009 – с. 36, 247.
3. Ронова Г.Н., Королев П.Ю., Осоргин А.Н. и др. Оценка стоимости предприятий, Евразийский открытый институт, Москва 2008.
4. Aswath Damodaran Valuing Financial Service Firms, 2009 – с. 1.
5. Michael Adams, Marcus Rudolf A new approach to the valuation of banks, 2006 – с. 4.

References

1. Sherbakova O. Company valuation and management methods, based on the concept of economic value added (EVA)//Finansovyj menedzhment №3, 2003.
2. Gryaznova A.G., Fedotova M.A. Business Valuation, – M.: Finance and Statistics, 2009 – s. 36, 247.
3. Ronova G.N., Korolev P.U., Osorgin A.N. Corporate valuation, – Eurasian Open Institute, M.: 2008.
4. Aswath Damodaran Valuing Financial Service Firms, – 2009 – s. 1.
5. Michael Adams, Marcus Rudolf A new approach to the valuation of banks, 2006 – s. 4.