

УДК 336.71:330.133

Т.А. Владимирова, А.А. Хлебников

**ПРИМЕНЕНИЕ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ
СТОИМОСТИ КОММЕРЧЕСКОГО БАНКА В УСЛОВИЯХ
ФИНАНСОВОГО КРИЗИСА**

В статье показаны возможности применения сравнительного подхода к оценке стоимости коммерческого банка, его недостатки и преимущества и проблемы, связанные с реализацией его в оценочной практике.

Ключевые слова: слияния, поглощения, дисконтирование денежных потоков, затратный способ, сравнительный подход, метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов, оценочные мультипликаторы.

Выбор конкретных подходов и методов оценки стоимости банка зависит главным образом 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.

В настоящее время большинство целей оценки сосредоточено вокруг продажи бизнеса и сделок слияния/поглощения (больше, конечно, поглощения). В большинстве подобных сделок осуществляется внешняя оценка, т.е. оценка не специалистами банка, владеющими всей необходимой информацией и работающими исключительно в интересах собственников, а внешними оценщиками, работающими на рынок, исходя из интересов потенциальных собственников. Разделить оценку на внешнюю и внутреннюю предложил Том Коупленд [1].

Традиционно оценку бизнеса большинство аналитиков проводят с помощью метода дисконтирования денежных потоков, считая данный метод наиболее точным. Для растущих банков, развивающихся на базе новых технологий обслуживания клиентов, этот подход к оценке является наиболее адекватным. Однако на рынке сейчас ситуация такова, что как раз эти банки собственники на продажу не выставляют. Большинство банков, меняющих собственников, являются универсальными со стандартными направлениями бизнеса и на сегодняшний день неспособными выжить самостоятельно.

Как можно с высокой степенью достоверности прогнозировать денежные потоки, когда ситуация постоянно меняется? Если ранее в России уровень макроэкономических рисков и уровень внутренних банковских рисков не позволяли составить прогнозы с требуемой степенью вероятности более чем на 1–2 года (на Западе, исходя из сложившейся практики, прогнозный период, принимаемый оценщиками, может составлять от 10 до 20 лет), то сейчас 1–2 года для России – очень большой срок, и потенциальные собственники

вряд ли примут оценку, сделанную доходным методом, как единственно верную.

Затратный способ использовать для оценки стоимости банков в настоящее время не совсем целесообразно (оценку ликвидационной стоимости мы не рассматриваем), так как разница между их активами и обязательствами (упрощенная оценка по затратному подходу) может быть очень низкой и не отражать реальной стоимости.

Кроме того, банки сейчас покупаются не для сиюминутного получения прибыли, а для постепенного роста капитализации и повышения конкурентоспособности в перспективе. А 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.

Все вышесказанное позволяет сделать вывод о целесообразности применения для оценки стоимости банка сравнительного подхода (взять его за основу). Общеизвестно, что сравнительный подход невозможно применить в случаях отсутствия развитого рынка соответствующих активов либо отсутствия информации о суммах сделок купли-продажи, сделок слияний и поглощений, котировок акций аналогов. В связи с неразвитостью рынка акций, отсутствием открытых, прозрачных данных о расчетной или фактической (рыночной) стоимости банков и их акций этот подход редко использовался при оценке рыночной стоимости банковского бизнеса в России [2].

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 фактически определяется рынком, так как оценщик лишь корректирует реальную рыночную цену аналога для лучшей сопоставимости, тогда как при применении других подходов к оценке бизнеса или акций стоимость является результатом расчета.

Несмотря на то, что сравнительный метод англоязычные финансисты называют «quick and dirty valuation» (быстрая и грязная оценка) [3], именно этот метод в настоящее время способен дать наиболее достоверную оценку стоимости (либо существенно откорректировать оценку, полученную другими методами), потому что рыночная ситуация, контролируемая Банком России, сама определяет условия сделок и тенденции развития банковского сектора.

В рамках одной публикации рассмотреть все направления и все этапы сравнительного подхода оценки невозможно, поэтому остановимся на наиболее ключевых моментах каждого этапа и сделаем заключение о применимости подхода для российского банковского сектора.

Сравнительный подход, метод мультипликаторов, оценка по аналогии, метод «эталонной» компании – все это названия одного и того же метода оценки стоимости. Сравнительный подход объединяет в себе три метода оценки: метод рынка капитала (метод компании-аналога), метод сделок (метод продаж), метод отраслевых коэффициентов.

Метод рынка капитала базируется на анализе данных, сформированных открытым фондовым рынком. На основе информации фондового рынка о котировках акций банков в результате тщательного анализа различных финансовых коэффициентов осуществляется отбор банков-аналогов оцениваемого банку и рассчитываются оценочные мультипликаторы.

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

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

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

Наибольший интерес для практики в настоящее время представляют метод рынка капитала и метод сделок. Эти методы можно адаптировать под вполне конкретные рыночные условия (в частности, речь идет о мультипликаторах). Даже на российском рынке, по мнению практиков, методы можно

применять. Если еще в 2007 г. ситуация была не столь обнадеживающей, то в 2008 г. она изменилась.

На начало 2007 г. не более десяти банков имело котировки акций. В листинг фондовых бирж РТС и ММВБ входили акции лишь нескольких банков. В листинг РТС вошли акции: ОАО «Сбербанк России», ОАО «Уралсиб», ОАО «Петрокоммерц», ОАО «Стелла-банк», ОАО «Банк «Возрождение», ОАО «Собинбанк», ОАО АКБ «Росбанк», ОАО «УРСА Банк», в листинг ММВБ соответственно – ОАО «Сбербанк России», ОАО «Банк «Возрождение», ОАО АКБ «Росбанк» [4]. Вне списка торговались акции нескольких банков, в том числе ОАО АКБ «Приморье», ОАО «Банк Москвы», ОАО «Промстройбанк» и др.

Фактически в 2007 г. на фондовом рынке имелась информация о ценах наиболее ликвидных акций банков, которые являлись достаточно крупными как по величине собственного капитала, активов, так и получаемой прибыли и для подавляющего большинства российских коммерческих банков не могли являться аналогами. Поэтому применение сравнительного подхода для оценки российских коммерческих банков было сопряжено со значительными трудностями. Метод рынка капитала и метод сделок зачастую использовались только как вспомогательные, а их результат – лишь для подтверждения результатов расчета стоимости другими методами.

В 2008 г. ситуация несколько изменилась. С одной стороны, по-прежнему существовали сложности: если банк очень не был похож на торгуемые, то оценщики изучали аналогичные сделки по слияниям/поглощениям в условиях вакуума информации о сделках (в частности, о реальной сумме сделок и др.), опираясь на экспертные оценки. С другой стороны, практика позволила найти возможности эффективного применения методов сравнительного подхода [2, 4]:

– данные по похожим сделкам можно использовать для ведения переговоров, оперируя доступной публичной информацией, причем достаточно просто делать заявления, с которыми другая сторона может согласиться или не согласиться, но по крайней мере обе стороны могут работать с однородными аргументами;

– методы сравнительного подхода можно модифицировать для российского рынка следующим образом: банки, предлагаемые на продажу, похожи не только на уже проданные российские банки, но и на кредитные организации Восточной и Центральной Европы или в целом на банки развивающихся рынков. Можно расширять географические границы, подбирать в качестве аналогов репрезентативные банки, похожие по размеру капитала, активов и т.д.

Процесс оценки стоимости банка (его акций) с помощью методов сравнительного подхода может включать следующие основные этапы (приведенный перечень встречается во многих работах по оценке стоимости): сбор необходимой информации; выбор аналогичных банков; финансовый анализ; расчет оценочных мультипликаторов; выбор величины мультипликатора; определение итоговой величины стоимости.

Сбор необходимой информации подразумевает сбор информации двух типов – рыночной и финансовой. Рыночная информация включает данные о

фактических суммах совершенных сделок с пакетами акций различных коммерческих банков, а также информацию о количестве акций в обращении. Финансовая информация представлена официальной бухгалтерской и финансовой отчетностью и другими аналитическими материалами, характеризующими финансовое состояние коммерческих банков – оцениваемого и потенциальных аналогов.

Выбор аналогичных банков производится на основе полученной рыночной информации. Составляется общий перечень возможных аналогов оцениваемому банку. Затем осуществляется анализ всего объема имеющейся финансовой информации, определяются критерии сопоставимости и отбора аналогов. Основными факторами при выборе аналогов выступают страновой, отраслевой и временной факторы. Желательно, чтобы совпадали страны ведения бизнеса, отрасли и оценка производилась на одну и ту же дату [3].

Финансовый анализ является важнейшим приемом определения сопоставимости аналогичных банков с тем, чьи акции оцениваются. Во-первых, с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемого банка в списке аналогов; во-вторых, он позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора; в-третьих, финансовый анализ является основой для внесения необходимых корректировок, обеспечивающих обоснованность окончательной стоимости оцениваемого бизнеса.

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

Отметим несколько наиболее применяемых профессиональными оценщиками мультипликаторов. Мультипликаторы классифицируются по нескольким признакам: по принципу расчета (финансовые и натуральные), по источнику расчета (балансовые и доходные), по периоду расчета (интервальные и моментные) и др. Финансовые мультипликаторы – те, у которых в знаменателе стоит один из денежных показателей (валовой доход, прибыль и др.). Натуральные мультипликаторы имеют в знаменателе натуральный показатель (в штуках, в единицах и др.), например количество открытых счетов и т.д.

К интервальным мультипликаторам относятся мультипликаторы, в знаменателе которых величина показателя берется за определенный период (прибыль, денежный поток, дивидендные выплаты и др.); моментные мультипликаторы имеют в знаменателе показатели, величина которых, как правило, берется на конкретную дату: балансовая стоимость активов, чистая стоимость активов и др.

В основе балансовых мультипликаторов лежит балансовый показатель (стоимость активов, например); в основе доходных – показатели отчета о прибылях и убытках (прибыль и др.). Очевидно, что доходные мультипликаторы пересекаются с интервальными, балансовые – с моментными.

Исключительно для банков можно выделить следующие типы моментных мультипликаторов: «цена/чистые активы», «цена/балансовая стоимость ак-

ционерного капитала», «цена/кредитный портфель (юридических и/или физических лиц)», «цена/портфель ценных бумаг» и др. В качестве интервальных мультипликаторов можно привести следующие: «цена/процентный доход», «цена/комиссионные доходы», «цена/прибыль до налогообложения и резервов» и др.

Практика выделяет преимущественное использование таких оценочных мультипликаторов, как «цена/прибыль» и «цена/балансовая стоимость акционерного капитала». Мультипликатор «цена/прибыль» (P/E) для банка определяется так же, 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.

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) [3], поэтому допустимо на основе определения нормы дисконта проводить оценку стоимости 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.

Существует еще один практический аспект применения мультипликатора P/E – корректировка в случае разных темпов роста доходов оцениваемого банка и банка-аналога (расхождения в динамике доходов подчас бывают очень существенными). В этом случае в знаменатель мультипликатора добавляется показатель g , характеризующий темпы роста соответствующего показателя в знаменателе, в рассматриваемом случае – прибыли (earnings) – $P/(E \cdot g)$. Отметим еще одно важнейшее обстоятельство: при определении мультипликатора P/E не имеет значения, для банка ли в целом (метод сделок!) или на одну акцию проводятся расчеты. При определении мультипликатора $P/(E \cdot g)$ это становится важным, поскольку темпы роста прибыли на одну акцию и на банк в целом могут существенно различаться (например, за счет новых инвестиционных проектов или покупки активов за счет новых выпусков акций – при этом роста прибыли на одну акцию не происходит).

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.

Возможны ситуации, когда прибыль банка объективно мала или отрицательна. В первом случае значение мультипликатора стремится к бесконечно-

сти, во втором – отрицательно. В подобных случаях иногда из выборки такие аналоги исключаются. Однако правильно ли это? Где должна проходить граница нормальности? Это очень субъективный вопрос. Важно грамотно учесть «настроение» рынка. Отметим лишь, что метод рыка капитала и метод сделок тем и опасны, что не только ошибки аналитиков-оценщиков, но и ошибки рынка в оценке аналогов (на самом деле, рынок не всегда справедлив в оценке банков) дорого обходятся субъектам сделок. Таким образом, мультипликатор P/E надо применять с большой осторожностью.

Рассмотрим еще один важнейший для оценки банков 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 (рыночная капитализация менее балансовой!). Примерно такая ситуация наблюдается сейчас в российском банковском секторе (акции крупнейших государственных банков – Сбербанк и ВТБ – котируются существенно ниже их балансовой стоимости, мультипликатор P/BV равен 0,4 по итогам первого квартала 2009 г. [5]), что обусловлено в первую очередь развитием мирового финансового кризиса.

Представленный мультипликатор всегда используется в оценке банковского бизнеса методом рынка капитала или методом сделок, как и мультипликатор P/E . Рассматриваемый мультипликатор связан с мультипликатором P/E через рентабельность акционерного капитала (ROE), которая равна отношению прибыли к величине акционерного капитала или отношению приведенных выше мультипликаторов.

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 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.

Мультипликаторы, базирующиеся на показателях отчета о прибылях и убытках, слабо учитывают тот факт, что для инвестора важны денежные потоки, а не «бумажная прибыль», поэтому при оценке используются и мультипликаторы, базирующиеся на денежном потоке. Например, следующие:

1) P/CE (Cash Earnings) – «цена/денежная прибыль» – устраняет искажения мультипликатора P/E за счет учета амортизации (денежная прибыль отличается от чистой на величину амортизации);

2) P/FCF (Free Cash Flow) – «цена/чистый денежный поток» – учитывает денежные потоки от вложений;

3) $P/Dividends$ – «цена/дивиденды» – наиболее часто используется для компаний, стабильно выплачивающих дивиденды, и др.

После расчета оценочных мультипликаторов следующим этапом рассматриваемого подхода является выбор величины мультипликатора. Выбор величины мультипликатора – наиболее сложный этап, требующий особенно

аргументированного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете об оценке бизнеса банка. Поскольку одинаковых банков не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по банкам-аналогам бывает достаточно широк. Как правило, сразу отсекаются наибольшие и наименьшие значения мультипликаторов по группе аналогов, затем с помощью оценки среднего значения либо с помощью регрессионного уравнения определяется величина мультипликатора, которая может быть использована для расчета стоимости акций банка.

Далее, после проведения данной процедуры с различными мультипликаторами, в зависимости от конкретных целей, условий оценки, степени доверия к той или иной информации, каждому мультипликатору придается свой вес. Наибольший вес имеет тот мультипликатор, разброс значений которого для выборки аналогов меньше.

Путем взвешивания получается итоговая величина стоимости банка, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок. Наиболее типичными являются следующие корректировки: дооценка, исходя из темпов роста бизнеса на развивающихся рынках; дооценка в связи с наличием широкой филиальной сети; портфельная скидка – при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации работающих активов; скидка на ликвидность и т.д.

Очевидно, что методы сравнительного подхода при оценке стоимости 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. Кстати, количество банков-аналогов, которое желательно применять при проведении оценки, каждый оценщик определяет самостоятельно: американская практика говорит о том, что 4–7 банков достаточно [6], российские же оценщики замечают, что все зависит от конкретной отрасли и не имеет смысла занижать количество используемых аналогов [3].

Можно заключить, что основными преимуществами сравнительного подхода к оценке рыночной стоимости коммерческого банка являются: возможность (при внешней оценке) провести наиболее достоверную оценку стоимости коммерческого банка в условиях ограниченного объема информации; полученный результат отражает реальное соотношение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку сложившаяся цена фактической сделки наиболее полно учитывает рыночную ситуацию. В целях объективности отметим, что, несмотря на наличие фактических возможностей применения данного подхода в России, он наиболее эффективен при развитом фондовом рынке, но, к сожалению, фондовый рынок нашей страны далек от уровня развитых рынков, и с этим приходится считаться.

Литература

1. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: Олимп-Бизнес, 2000. 565 с.
2. Секачев С.А. Сравнительный подход к оценке рыночной стоимости коммерческого банка // Управление в кредитной организации. 2007. № 4. С. 15–21.

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. 190 с.

4. *Мартынова Т.* Цену банка определяют спрос и предложение (интервью с М. Филиповым, директором инвестиционно-банковского управления компании «Тройка-Диалог») // Банковское обозрение. 2008. № 3. С. 25–26.

5. Обзор российского рынка акций по итогам I квартала 2009 года [Электронный ресурс]. Режим доступа: www.zsb.sbrf.ru/uploads/files/oa-oo/oa_1q2009.pdf (дата обращения: 20.08.2009).

6. *Pratt Sh., Reilly R., and Schweih R.* Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, IRWIN, 1996.