

# Особенности оценки кредитно-финансовых институтов. Нематериальные активы



**Д.В. Живчиков,**  
аспирант кафедры  
оценочной  
деятельности МФПА

Оценка кредитно-финансовых институтов имеет одну очень важную особенность. Как правило, расчет рыночной стоимости акционерного капитала крупного банка (ТОР-50) в рамках доходного и сравнительного подходов в несколько раз превышает результаты расчета стоимости этого же банка методом чистых активов, то есть в рамках затратного подхода<sup>1</sup>.

Таблица 1 иллюстрирует данное обстоятельство на примере восьми российских банков, акции которых находятся в свободном обращении на российских фондовых биржах ММВБ и РТС. Как видно, размер капитализации указанных банков в несколько раз превышает стоимость, рассчитанную в рамках метода чистых активов. Тут следует сделать несколько замечаний.

Во-первых, рыночная капитализация компании (банка) отражает рыночную стоимость на уровне миноритарного акционера (при условии, что объем торгов по данным акциям достаточно велик), то есть данный показатель не совсем корректно сравнивать с результатами метода чистых

активов, который определяет стоимость компании на контрольном уровне. Для корректного сопоставления указанных двух показателей необходимо использовать премии (или скидку) на контроль, размер которой для российской банковской отрасли до сих пор не совсем понятен.

Во-вторых, рыночная стоимость акционерного капитала банков, рассчитанная методом чистых активов в указанной таблице, близка по величине к балансовой стоимости собственного капитала банка (в самом деле, большая часть активов и пассивов банков является финансовыми активами, то есть их балансовая стоимость близка к рыночной) и не включает нематериальные активы.

По мнению многих специалистов, основную ценность представляет накопленная клиентская база банка. Другими словами, банк – это не просто кредиты и обязательства. Банк – это результат многолетней борьбы за клиента. Хороший банк – тот, которому доверяет большое число экономических субъектов (хорошая репутация). Соответственно было бы хорошо уметь оценивать данный актив.

В идеале было бы неплохо получить какую-нибудь эмпирическую формулу, позволяющую рассчитывать стоимость клиентской базы банка по ряду основных параметров, характеризующих банк и состояние того сегмента рынка, в котором он функционирует. Придумывание эмпирической зависимости оказывается достаточно сложным делом, если не отталкиваться от каких-нибудь теоретических идей. Поэтому в рамках настоящей работы сделана попытка построить эмпирическую формулу

<sup>1</sup> В случае небольших банков метод чистых активов, как правило, сходится с результатами доходного и сравнительного подходов.

**Таблица 1.** Нематериальные активы банков, котирующихся на российском фондовом рынке  
(все данные указаны по состоянию на 01.01.2007 года, в тыс. рублей)

Банк	Рыночная капитализация банка	Стоимость банка методом чистых активов	Нематериальные активы банка
Банк Москвы	111 302 939	35 132 452	76 170 487
Возрождение, МАКБ	27 562 565	6 817 160	20 745 405
ВТБ СЗ	56 534 080	14 244 152	42 289 928
РОСБАНК	128 567 731	24 417 726	104 150 005
Сбербанк	1 796 400 000	324 788 293	1 471 611 707
Тарханы, Губернский банк	2 453 121	593 668	1 859 453

Источник: данные РТС, ММВБ, отчетность банков

для оценки клиентской базы банка на базе фундаментальных предположений доходного подхода.

Рассмотрим процесс покупки клиентской базы некоторым банком А. Предположим, что банк-продавец В объявил о скором прекращении своей деятельности и предложил банку А купить его материальные и нематериальные активы. К материальным активам и пассивам относятся филиальная сеть, обязательства по депозитам и выпущенным векселям, кредиты и доходные вложения в ценные бумаги. К нематериальным активам отнесем клиентскую базу, то есть ту долю рынка, которую занимает банк В на момент продажи и которая перейдет к банку А.

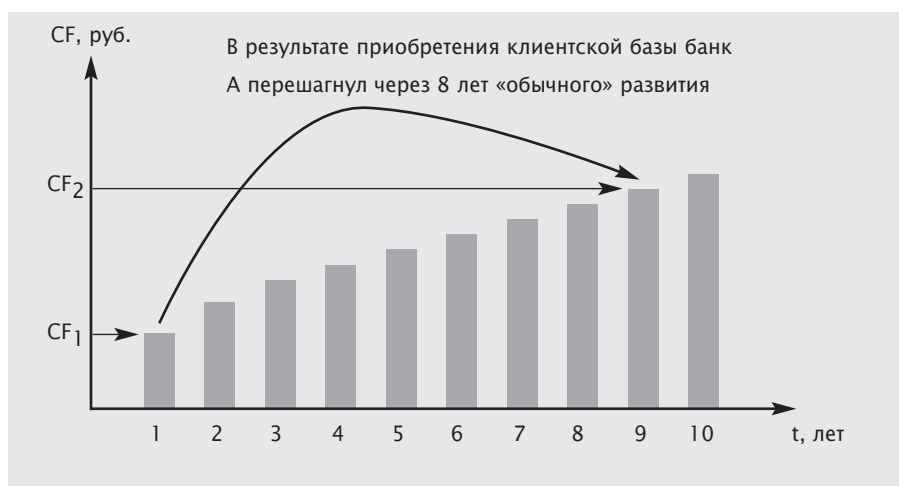
На рисунке 1 схематически изображены ожидаемые денежные потоки банка А. Как из него следует, банк ожидает устойчивый рост денежных потоков. Данный рост является следствием нескольких факторов: рост объема рынка, конкурентная борьба, общероссийская инфляция. Предположим, что покупка клиентской базы (как кредитов, так и депозитов) позволит банку увеличить денежный поток до величины  $CF_2$ . То есть, приобретая долю рынка банка В, банк А в своем развитии продвигается вперед на 8 лет. Возникает вопрос, какую цену готов будет заплатить банк А за такую сделку?

Давайте рассмотрим процесс приобретения клиентской базы с точки зрения доходного подхода. Предположим, что активы банка А устойчиво растут из года в год с постоянным темпом роста (следующие рассуждения построены на ряде упрощений и идеализаций для того, чтобы проще было понять суть идеи; при желании модель можно усложнить до более реалистичного уровня).

Предположим, что в результате покупки кредитов и обязательств банка В активы банка А выросли до величины  $A + \delta A$ , где:

$A$  – активы банка А на момент покупки,

**Рисунок 1.** Приобретение клиентской базы как способ роста банка



$\delta A$  – прирост активов банка А в результате покупки клиентской базы банка В.

Очевидно, что верхняя граница стоимости клиентской базы будет определяться как разница между увеличением текущей стоимости денежных потоков (см. рисунок выше) и требуемым ростом собственного капитала в соответствии с нормативом  $H1$ .

$$\sup V_{\text{клиентской базы}} = \Delta PV_{CF} + \Delta BV.$$

Расчет требуемого изменения собственного капитала  $\Delta BV$  не требует особых усилий. Очевидно, что это:

$$\Delta BV = -H1 \times \delta A.$$

где  $H1$  – показатель достаточности собственного капитала (отличается от норматива  $H1$  тем, что активы не взвешиваются с учетом риска<sup>2</sup>), на котором работает банк. Следует отметить, что данное выражение имеет много общего с текущим изменением оборотного капитала в оценке нефинансовых предприятий, начисляемым в том случае, когда предприятию для нормальной деятельности не хватает текущего оборотного капитала. Основным же отличием банков от нефинансовых предприятий является то, что у них собственный капитал играет роль оборотного капитала.

Для оценки первого слагаемого

$\Delta PV_{CF}$  рассмотрим, как строится денежный поток банка.

Для банка с активами  $A$ , растущими с темпом  $\alpha$  и рентабельностью активов  $ROA$ , денежный поток состоит главным образом из чистой прибыли  $ROA \times A$  и роста собственного капитала, требуемого нормативом достаточности  $-H1 \times A \times \alpha$ .

$$CF = A \times (ROA - \alpha \cdot H1).$$

Из этого уравнения, в частности, вытекает одно интересное неравенство: для того чтобы денежный поток банка не был отрицательным, темпы роста активов не должны превышать рентабельности активов, деленной на текущий показатель достаточности капитала:

$$\alpha < \frac{ROA}{H1}.$$

Текущая стоимость денежных потоков банка (рыночная стоимость банка) в предположении постоянного темпа роста активов будет тогда даваться выражением:

$$\begin{aligned} PV_{CF} &= CF_1 + \frac{CF_2}{(1+i)} + \frac{CF_3}{(1+i)^2} + \dots = \\ &= CF + CF \times \frac{(1+\alpha)}{(1+i)} + \\ &+ CF \times \frac{(1+\alpha)^2}{(1+i)^2} + \dots = CF \times \frac{1+i}{i-\alpha} \end{aligned}$$

\* при условии, что  $\alpha < i$  ( $i$  – ставка дисконтирования для банка).

<sup>2</sup> Данный показатель различен для различных банков и определяется качеством (рисковостью) активов каждой конкретной кредитной организации. Для крупных банков данный показатель, как правило, находится в диапазоне 5–10%, для небольших и средних – 10–20%.

То есть в самой упрощенной модели стоимость банка определяется следующим уравнением:

$$PV_{CF} = A \times (ROA - \alpha \cdot H1) \times \frac{1+i}{i-\alpha}$$

Тогда увеличение текущей стоимости денежных потоков банка в результате покупки клиентской базы будет устанавливаться следующим уравнением (опять-таки при условии, что в результате покупки клиентской базы норматив достаточности капитала, ставка дисконтирования, темп роста, а главное – рентабельность активов останутся неизменными):

$$\Delta PV_{CF} = \delta A \times (ROA - \alpha \cdot H1) \times \frac{1+i}{i-\alpha}$$

В результате получаем следующее выражение для оценки стоимости клиентской базы банка:

$$\begin{aligned} \sup V_{\text{клиентской\_базы}} &= \delta A \times (ROA - \\ &- \alpha \cdot H1) \times \frac{1+i}{i-\alpha} - H1 \times \delta A = \delta A \times \\ &\times \left[ (ROA - \alpha \cdot H1) \times \frac{1+i}{i-\alpha} - H1 \right] \end{aligned}$$

Полученный результат нуждается в проверке. Давайте рассмотрим, как работает полученное уравнение на примере крупных банков. Для проверки используем следующие параметры, характерные для банковской отрасли на 1 января 2007 года:

- ROA – 2%;
- $\alpha$  – 12%;
- H1 – 8%;
- $i$  – 14%;

Используя полученное уравнение, рассчитаем значение мультипликатора P/BV для крупнейших российских банков и сравним его с капитализацией на 1 января 2007 года. Обратим внимание на то, что в расчетах все активы банка, кроме нематериальных, оценены по балансовой стоимости<sup>3</sup>.

Более подробный анализ рыночной стоимости «прочих» акти-

вов банка позволит улучшить качество расчета, но несущественно, так как в формуле оценки нематериальных активов уже содержится ряд допущений, значительно ограничивающих её применение.

Во-вторых, заметим, что в расчетах используется именно верхняя граница стоимости, то есть та цена, выше которой за данный актив платить нецелесообразно для покупателя. В реальности стоимость клиентской базы может быть ниже данной величины. Значимость клиентской базы тем выше, чем более сформирован рынок, то есть чем сложнее банку расти в условиях рыночной конкуренции.

И в-третьих, обратим внимание на то, что фактическое значение P/BV рассчитано через капитализацию банка, то есть без использования каких-либо премий на контроль. Несомненно, что премия должна быть, однако её значение для российской банковской отрасли на текущий момент не совсем ясно.

Как показали расчеты, для крупных банков результаты неплохо согласуются с фактом. Кажущееся расхождение в случае со Сбербанком и Росбанком легко объясняется наличием недостатка собственных средств в этих КФИ. Как результат этого недостатка – проведение Сбербанком IPO в начале 2007 года (после чего мультипликатор банка приблизился к 3,2). Аналогичная ситуация с Росбанком, прошедшем в 2007 году допэмисии.

Проверка построенной модели для небольших банков представля-

ет значительную сложность по двум причинам.

Во-первых, существует недостаток достоверной информации для расчета фактического значения P/BV;

Во-вторых, представляется более сложной оценка параметров рынка для данного сегмента (таких как риски, темпы роста, уровень достаточности капитала). Для последующих расчетов используются следующие значения:

- ROA – 1,5%;
- $\alpha$  – 8%;
- H1 – 10%;
- $i$  – 17%;

Рассмотрим в качестве примера использования данной формулы сделку по покупке в марте 2007 года Банка «Москва-Сити». Покупатель – ОАО «АКБ «Еврофинанс Моснарбанк». Известно, что данная сделка совершилась по мультипликатору 1,4.

Клиентские активы банка составляли на дату совершения сделки порядка 650 млн руб. Собственный капитал – примерно 180 млн руб.

Расчет стоимости банка затратным подходом при использовании полученной выше формулы дает результат P/BV – 1,1.

**Таким образом, можно считать, что полученная формула может использоваться в качестве эмпирического ориентира для расчета стоимости крупных банков в рамках затратного подхода. Это дает возможность рассматривать его как ещё один метод экспресс-оценки наравне со сравнительным подходом.**

**Таблица 2.** Проверка полученной формулы

Банк	P/BV факт на 1.01.2007	P/BV расчет на 1.01.2007
Банк Москвы	3,2	3,7
Возрождение, МАКБ	4,0	4,2
ВТБ СЗ	4,0	3,8
РОСБАНК*	5,3	2,5
Сбербанк*	5,5	3,6

<sup>3</sup> Как указывалось выше, данное предположение является достаточно точным для финансовых организаций.