

УДК 336.71

JEL classification: G32, C51

БАК 5.2.4

Особенности применения доходного подхода при оценке стоимости кредитных организаций

Захматов Д.Ю., Мубараков Р.Р.

Захматов Дмитрий Юрьевич, доцент Высшей школы бизнеса Казанского Федерального Университета, доктор экономических наук (г. Казань)

z_dmitry@bk.ru,

Elibrary AuthorID: 101960

ORCID ID: <https://orcid.org/0000-0002-0568-0127>

Мубараков Ренат Рифгатович, эксперт, оценщик бизнеса АНО «ФЭСЭ» (г. Казань)

Аннотация

В предлагаемой статье проведен анализ практики применения методов доходного подхода для целей оценки капитала кредитного учреждения. Выбор показателей прогнозного денежного потока для проведения расчетов без учета специфики бизнеса компаний, оказывающих финансовые услуги, приводит к широкому диапазону результатов оценки и неоднозначным результатам, что вызывает в последующем споры и судебные разбирательства. Также возникают дискуссионные вопросы по применению метода дисконтированных денежных потоков и метода дисконтирования дивидендов, которые нередко применяются для расчетов, а также их отличиям. Целью исследования является анализ и обоснование выбора наиболее экономически обоснованных показателей деятельности оцениваемого банка и отраслевых параметров для установления рыночной стоимости капитала кредитного учреждения в рамках расчетов методами доходного подхода. Настоящая статья и предлагаемые модели расчета могут быть полезны для Центрального Банка России при анализе состояния кредитных учреждений, использоваться в деятельности профессиональных оценщиков, судебных экспертов, аналитиков кредитных учреждений, а также в образовательной деятельности.

Ключевые слова: оценка бизнеса, рыночная стоимость доли, стоимость предприятия, оценка капитала кредитных организаций, оценка капитала банка, оценка банка, метод дисконтирования дивидендов.

Article

Features of the application of the dividend discounting method in assessing the value of credit institutions

Zakhmatov D.Yu., Mubarakov R.R.

Zakhmatov Dmitry Yuryevich, Associate Professor of the Higher School of Business of Kazan Federal University, Doctor of Economics (Kazan)

Mubarakov Renat Rifgatovich, expert, business appraiser of ANO "FESE" (Kazan)

Abstract

The proposed article analyzes the practice of applying income approach methods for the purposes of assessing the capital of a credit institution. The choice of projected cash flow indicators for calculations without taking into account the specifics of the business of companies providing financial services leads to a wide range of assessment results and ambiguous results, which subsequently causes disputes and litigation. There are also controversial issues on the application of the discounted cash flow method and the dividend discount method, which are often used for calculations, as well as their differences. The purpose of the study is to analyze and justify the choice of the most economically sound indicators of the performance of the bank being assessed and industry parameters for establishing the market value of the capital of a credit institution within the framework of calculations using income approach methods. This article and the proposed calculation models may be useful for the Central Bank of Russia in analyzing the state of credit institutions, used in the activities of professional appraisers, forensic experts, analysts of credit institutions, as well as in educational activities.

Keywords: business valuation, market value of a share, enterprise value, valuation of the capital of credit institutions, valuation of bank capital, valuation of a bank, dividend discounting method.

Введение

По мере развития и достижения зрелости российского финансового рынка, активизации рынка слияний и поглощений компаний, задача оценки стоимости капитала компаний, оказывающих финансовые услуги, в том числе кредитных учреждений все чаще встречается в отечественной практике оценки бизнеса. Согласно данным аналитиков, в сегменте «Банковские услуги и страхование» в 2022-2024 гг. совершалось от 30 до 50 сделок слияний и поглощений с суммой сделок от 3,5 млрд. долл. до 7,99 млрд. долл. в год [1.]

Важность проведения объективной и достоверной оценки обусловлена как потребностью собственников и инвесторов, применяющих показатель стоимости для формирования условий предполагаемых сделок, так и конфликтными ситуациями, например, связанными с оспариванием сделок, выходом участника из капитала общества, банкротством/ликвидацией кредитных учреждений и прочими причинами. В рамках концепции управления стоимостью бизнесом, периодическая оценка капитала кредитной организации требуется и для внутреннего анализа владельцами кредитного учреждения эффективности принимаемых решений.

Традиционно в российской оценочной практике для оценки предприятий, оказывающих финансовые услуги, применяют методы доходного подхода, поскольку они более точно учитывают специфические риски, связанные с колебанием процентных ставок, валютные риски, отраслевую специфику кредитования и характеристики заемщиков. Применение методов затратного подхода в отношении подобных компаний носит ограниченный характер, в том числе с связи со особенностями бухгалтерского учета и отражения ключевых показателей на балансе общества. В ряде случаев для проверки полученных результатов применения доходного подхода оценщики выполняют расчеты методами сделок и биржевых котировок сравнительного подхода.

В настоящей статье авторы рассматривают методы доходного подхода, поскольку он наиболее часто применяется в практике, и при его использовании возникают основные методические вопросы. Востребованность методов доходного подхода обусловлена их объективными преимуществами: результаты дают ответ на ключевой вопрос инвестора и владельцев компании - компания стоит столько, сколько она способна принести чистых доходов за ожидаемый период функционирования с учетом возможности продажи по истечении определенного периода и рисков неполучения будущих чистых доходов.

Актуальность исследования обусловлена также фактом, что оценка капитала банков методами доходного подхода в практике наталкивается на определенные сложности, связанные с особенностями и спецификой кредитных учреждений, обусловленные вопросами установления долга банка, объема оборотного капитала и реинвестиций. Необходимо также принимать во

внимание жесткий контроль и регулирование деятельности кредитных организаций Центральным банком РФ, в первую очередь требования к обязательному резервированию капитала. При этом в методической литературе и в практике не выявлено однозначности алгоритмов расчета денежных потоков для проведения расчетов оценщиками и экспертами с учетом специфики бизнеса, оказывающего финансовые услуги.

Важным аспектом при выборе метода оценки, безусловно, являются вид и предпосылки стоимости, а также уровень контроля оцениваемой доли (или пакета акций) банка, что также следует учесть в периметре исследований.

Цель настоящего исследования – формирование предложений по обоснованному выбору структуры денежного потока для проведения расчетов в рамках метода дисконтирования денежных потоков и метода дисконтирования дивидендов в оценочной практике при оценке предприятий, оказывающих финансовые услуги, в том числе банков, опираясь на действующее законодательство, результатах анализа зарубежной и отечественной методологии и практики оценки.

Исследовательская часть и результаты

Отраслевым федеральным стандартом по оценке бизнеса (ФСО №8) [2.] установлена возможность расчетов стоимости объекта оценки «на основе ожидаемых будущих денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес (в частности, прибыли)», то есть вид денежных потоков (свободный денежный поток, дивидендный поток и др.) определяется оценщиком самостоятельно.

Также данным стандартом предусмотрено, что «расчет может осуществляться через прогнозируемые денежные потоки или иные показатели деятельности в расчете на вложения всех инвесторов, связанных на дату проведения оценки с организацией, ведущей бизнес (инвестированный капитал), стоимость собственного капитала определяется далее путем вычитания из полученной стоимости величины обязательств такой организации (не учтенных ранее при формировании денежных потоков или иных прогнозных финансовых показателей деятельности организации, ведущей бизнес)».

Вопросы специфики оценки кредитных организаций рассматриваются в публикациях Будицкого А.Е. [3.], Родина А. Ю. [4.], Гребенникова А.Л. [5.], Субботина Д. В. [6.] и других исследователей.

В книге А. Дамодарана [7.] глубоко проанализирована специфика компаний, оказывающих финансовые услуги, к которым относятся и кредитные организации. По объективным причинам для данного типа компаний затруднительно определить «чистые капитальные затраты или неденежный оборотный капитал. Как следствие, оценщикам не удастся составить корректный и достоверный прогноз чистых денежных потоков на собственный капитал (на акции).»

«В таком случае предлагается два варианта:

- использование дивидендов в качестве денежных потоков на собственный капитал и принятии предпосылки о том, что фирмы с течением времени выплачивают чистые денежные потоки на акции в виде дивидендов;
- адаптация показателя чистых денежных потоков на акции с целью учета класса реинвестиций, осуществляемых фирмами сектора финансовых услуг.»

В фундаментальных трудах Коупленда Т., Коллера Т., Муррина Дж. [8.] утверждается, что «свободный денежный поток для акционеров равен чистой прибыли плюс неденежные начисления минус денежный поток, необходимый для роста (пополнения балансовых статей). Стоимость собственного капитала — это не просто чистая прибыль, дисконтированная по затратам на собственный капитал, ибо не вся чистая прибыль может быть распределена среди акционеров. По сути дела, акционерам могут быть выплачены только дивиденды».

В отечественной литературе методические особенности оценки коммерческих банков подробно рассмотрены в учебнике Грязновой А. Г., Федотовой М. А. с соавторами [9.], причем данными авторами допускается как применение базовой формулы расчета денежного потока с учетом специфики учета резервов и амортизации непосредственно в его составе, а также применение метода дисконтирования дивидендов. Особое внимание исследователи обращают внимание, что «при использовании в качестве финансовой базы показателей дивидендных выплат необходимо анализировать использование нераспределенной прибыли и полученного в результате ее использования дополнительного дохода».

В книге Козыря Ю.В. [10.] в отношении использования показателей дивидендных выплат отмечено, что «некорректное использование моделей дисконтирования дивидендов может привести к занижению стоимости акционерного капитала. Это относится к тем компаниям, которые выплачивают дивиденды меньше, чем могли бы себе позволить (это может быть обусловлено, например, накоплением денежных средств для реализации масштабной инвестиционной программы) или не выплачивают их вовсе»

Согласно актуальных на дату подготовки настоящего исследования стандартов RICS [11.] «Доходный подход, применяемый с использованием поддерживаемых дивидендов в качестве экономического дохода, является подходом, который также может рассматриваться при оценке компании, в основном в отношении дробных акций. Для оценки бизнеса показатели стоимости разрабатываются путем определения будущих дивидендов акций и перспектив дивидендов, а также нормы прибыли с использованием моделей дисконтирования дивидендов и начальной доходности».

Таким образом, приведенными выше практиками оценки и исследователями рассматриваются два основных метода оценки банков в рамках доходного

подхода: дисконтирования денежных потоков и дисконтирования дивидендов.

Поскольку, как уже было отмечено, в кредитных организациях затруднительно определить уровень долга, в практике применяется расчет денежного потока на собственный капитал (FCFE – free cash flow to equity), с точки зрения экономической сущности - это денежный поток компании, который доступен ее акционерам.

В отношении применимости методов для определяемого уровня стоимости в общем случае для оценки миноритарных (неконтрольных) долей участия рекомендуется рассмотрение метода дисконтирования дивидендов, а для мажоритарных (контрольных) долей участия – метода дисконтирования денежных потоков (см. Таблицу 1).

Таблица 1 – Модели расчетов и уровни стоимости

	Модели расчетов	
	Поток дивидендов	Чистый денежный поток
Оцениваемый пакет акций (доля)	Миноритарный	Мажоритарный
Права участника	Зависит от решений мажоритарного акционера в отношении уровня выплат	Может устанавливать уровень выплат своим решением
Риски	В общем случае ниже	В общем случае выше
Особенности моделирования потоков	Исторические и отраслевые данные по выплате дивидендов, модель поведения мажоритарного акционера	Обоснование потребности в реинвестировании
	Вероятность формирования дополнительного денежного потока или дивидендного потока исходя из уровня достаточности капитала и потребности в реинвестировании на дату оценки	

К особенностям построения модели денежного потока в компаниях, оказывающих финансовые услуги, и имеющих рассмотренные выше специфические требования регулятора, следует отнести включение в его состав обоснованного показателя потребности в «реинвестировании».

По мнению А.Дамодарана [7.], «реинвестиции должны включать в себя вложения в обязательный капитал, поглощения и прочие подобные инвестиции, которые банкам приходится осуществлять для продолжения роста. По этой причине даже зрелые банки с низкими темпами роста не могут позволить себе выплачивать 100% своей прибыли в виде дивидендов»

Таким образом, при сценарии распределения максимально возможной

величины прибыли акционерам банка (как мажоритарным, так и миноритарным) наблюдаются сходные алгоритмы расчетов величины потоков.

Если в рамках метода дисконтированных дивидендов не рассматривается сценарий выплаты максимальной прибыли акционерам по структуре построения денежного потока на собственный капитал, то по большей части в периметр исследования прогнозных величин денежных потоков целесообразно включать следующие факторы:

- утвержденная дивидендная политика банка и прогнозы ее пересмотра;
- исторические ретроспективные данные по выплатам дивидендов банком;
- отраслевые данные по банковскому сектору;
- планы развития банка, учитывающие планируемые масштабы деятельности, а также внешние факторы (изменение налоговых условий, нормативных требований регулятора и др.).

Рассматривая вопрос построения денежного потока на собственный капитал, выведем за рамки настоящего исследования методические вопросы формирования показателя чистой прибыли банка, достаточно подробно исследованные в различных публикациях (например, [9.]), и проиллюстрируем структуру денежного потока на собственный капитал для банка на Рисунке 1 и сфокусируем внимание на определении двух показателей для формирования потребности в «реинвестировании»:

- денежный поток, необходимый для роста (пополнения балансовых статей);
- дополнительный денежный поток (выплата нераспределенной прибыли исходя из обоснованного уровня достаточности капитала банка).



Рисунок 1 – Денежные потоки на собственный капитал для банков

Для прогнозирования данных показателей можно рассмотреть несколько сценариев, каждый из которых целесообразно проанализировать с учетом особенностей оцениваемого банка, целей оценки, уровня определяемой стоимости и прочих факторов, оказывающих влияние на методологию оценки. Также приведем преимущества и недостатки рассматриваемых сценариев,

влияющие на объективность результатов их применения.

Важно отметить, что общим для всех рассматриваемых вариантов будет включение в периметр анализа расчетов законодательных требований о минимально допустимых действующим законодательством показателей достаточности капитала банка [12.], а также изменений их уровня, в том числе, связанных с введением «антициклических надбавок» [13.] [14].

Сценарий 1 – расчет на базе показателя минимального уровня достаточности капитала банка по требованиям регулятора.

В данном сценарии предусматривается формирование денежного потока, включающего пополнение балансовых статей и уровень выплаты нераспределенной прибыли прошлых лет в полном объеме, превышающем минимальный уровень достаточности капитала банка.

При использовании данного сценария в общем случае будут получены максимально возможные величины денежных потоков, однако риски их получения, отражаемые в ставке дисконтирования, также достаточно высоки, поскольку возникают следующие негативные факторы:

- достижение минимального показателя достаточности капитала приведет к невозможности дальнейшего развития и роста бизнеса банка в связи с недостатком источников для его осуществления;
- снижение нормативных показателей по сравнению со среднеотраслевыми значениями или показателями ближайших конкурентов может вызвать негативную реакцию партнеров и клиентов кредитной организации, в частности, возникает риск снижения репутации и оттока средств клиентов, особенно в части депозитов, с дальнейшим резким ухудшением показателей достаточности капитала банка;
- резкое увеличение рисков потери финансовой устойчивости банка, связанное с уязвимостью перед внешними экономическими и политическими факторами и изменениями в структуре активов и обязательств банка. Например, возникновение проблем у крупного заемщика или группы связанных лиц, досрочное закрытие крупного депозита одним из ключевых клиентов банка, обесценение части финансовых активов банка (акций, облигаций, векселей и пр.), валютная переоценка и пр. приведет к нарушению уровня достаточности капитала банка ниже минимально допустимого показателя.

Сценарий 2 – расчет с применением среднеотраслевого уровня достаточности капитала банка.

Прежде всего, при выборе среднеотраслевого уровня достаточности капитала в качестве применяемого в расчетах, следует учесть вариативность, объективно возникающую при формировании выборки банков, включаемых в анализ.

Среднеотраслевой показатель по определению будет выше минимально допустимых показателей, причем для некоторых включаемых в анализ банков данное превышение весьма существенно. Использование «завышенного»

показателя достаточности капитала в ряде случаев будет искажать величины денежных потоков, поскольку приведет к выводам о «нехватке» капитала у оцениваемого банка и отрицательным корректировкам к величине денежных потоков.

В тоже время при этой модели снижаются риски, отражаемые в ставке дисконтирования, поскольку из расчетов исключаются, как минимум, негативные факторы, изложенные в предыдущем сценарии.

При выборе в качестве целевого показателя среднеотраслевого показателя достаточности капитала банков рекомендуется использовать наиболее актуальные официальные источники данных, т.к. данный показатель может динамично изменяться вследствие различных причин: макроэкономических, финансовых, законодательных и пр.

Информацию рекомендуется принимать на основе отраслевой аналитической отчетности, опубликованной на официальном портале ЦБ РФ. Например, достаточность собственного капитала банков снизилась с 13,2% до 12,1% за период с 1 апреля 2024 г. по 1 октября 2024 года [15]. Это было обусловлено опережающим ростом кредитного риска в сравнении с ростом капитала с учетом выплаты дивидендов.

Сценарий 3 – расчет с применением среднеотраслевого уровня выплат дивидендов относительно чистой прибыли (по РСБУ) с учетом нормативов достаточности капитала банка.

Авторы настоящей статьи провели исследование показателей отношения чистой прибыли банков и уровня выплаченных дивидендов с 2016 по 2023 год (см. Таблицу 2).

Таблица 2 – Показатели отношения чистой прибыли банков и дивидендов

Период	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Итого
Чистая прибыль, млрд. руб. (РСБУ)									
Сбербанк (SBER)	500,197	653,59	782,65	856,88	710,6	1,22	295,87 5	1480,668	5 281,68
ВТБ (VTBR)	69,088	101,27	230,9	197,1	0,468	186,3	-756,8	223,392	1 008,52
Банк Санкт-Петербург (BSPB)	2,714	4,149	5,194	5,75	10,95	18,1	47,644	47,262	141,76
Авангард (AVAN)	1,624	1,021	1,873	7,055	5,414	4,114	3,586	1,34	26,03
Приморье Банк (PRMB)	0,255	0,251	0,504	0,403	0,45	0,655	4,187	1,685	8,39
Росдорбанк (RDRB)	0,003	0,253	0,155	0,13	0,266	0,307	0,285	0,54	1,94
Дивиденды, млрд. руб.									
Сбербанк (SBER)	135,5	271	361	422,4	422,4	0	564,7	752,2	2 929,20
ВТБ (VTBR)	44,4	73,5	26,8	20	32,7	0	0	0	197,40
Банк Санкт-Петербург (BSPB)	0,462	0,811	1,86	1,59	2,17	0,002	15,2	19,63	41,73
Авангард (AVAN)	0	1,00	2,00	3,60	6,00	3,50	6,66	8,4	31,16
Приморье Банк (PRMB)	0,125	0,125	0,25	0,2	0,225	0,328	1,2	0,5	2,95
Росдорбанк (RDRB)	0,048	0,135	0,099	0,102	0,165	0,168	0,209	0,24	1,17
Дивиденды/Чистая прибыль, %									
Сбербанк (SBER)	27,09%	41,46%	46,13%	49,30%	59,44%	0,00%	190,9%	50,80%	55,46%
ВТБ (VTBR)	64,27%	72,58%	11,61%	10,15%	6987,2%	0,00%	0,00%	0,00%	19,57%
Банк Санкт-Петербург (BSPB)	17,02%	19,55%	35,81%	27,65%	19,82%	0,01%	31,90%	41,53%	29,43%
Авангард (AVAN)	0,00%	97,94%	106,78%	51,03%	110,82%	85,08%	185,7%	626,87%	119,72%
Приморье Банк	49,02%	49,80%	49,60%	49,63%	50,00%	50,08%	28,66%	29,67%	35,20%

Период (PRMB)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	Итого
Росдорбанк (RDRB)	1600,00%	53,36%	63,87%	78,46%	62,03%	54,72%	73,33%	44,44%	60,13%
Среднее значение									53,25%
Медиана									45,33%
Примечания: 1. Решение о выплате дивидендов принимается на собраниях участников по итогам финансовых результатов прошедшего года. В таблице приведены сопоставимые данные (дивиденды, выплаченные в 2024 г. отнесены к чистой прибыли за 2023 г. и т.д.) 2. При расчете среднего показателя отношения выплаченных дивидендов относительно прибыли банка исключались периоды, в которых кредитные организации получали убыток.									

В результате анализа полученных показателей можно сделать следующие выводы:

1) Информация о выплате дивидендов часто носит закрытый характер и в основном доступна только по котируемым на бирже банкам, число которых очень ограничено в РФ. Таким образом, объем информации может быть недостаточным для получения объективных данных;

2) Объем выплаты дивидендов не всегда зависит от финансовых показателей, достигнутых банком, по различным обстоятельствам:

- банки могут накапливать дополнительные, избыточные резервы (не выплачивая дивиденды в течение определенного периода), для последующих крупных инвестиций, расширения филиальной сети, приобретения другого банка и прочих стратегических целей. При этом потенциал для выплаты дивидендов у таких банков имеется, что является наиболее важным маркером для инвестора (инвестиционные проекты и потенциальные сделки могут быть пересмотрены и отменены, что увеличит денежный поток, который может быть направлен на выплату дивидендов владельцам банка);

- некоторые кредитные организации понесли существенные потери в предыдущие годы (например, вследствие пандемии COVID-19, санкционных ограничений, кризисных явлений в экономике, банкротства крупных заемщиков или группы связанных лиц и пр.) и наращивают резервы с целью компенсации полученного ущерба, достижения приемлемых показателей достаточности капитала и снижения рисков в будущем;

- на рынке встречаются «кэптивные» банки, образованные промышленными и торговыми фирмами для обслуживания рисков только материнской компании и её филиалов. Для таких кредитных учреждений выплата дивидендов не является первоочередной целью.

Уровень дивидендов, выплачиваемых отечественными банками, может быть указан в утвержденной дивидендной политике и, как правило, привязан к тем или иным показателям его деятельности. Например, согласно дивидендной политики Сбербанка¹ «целевой уровень дивидендных выплат установлен в размере 50% от чистой прибыли Группы по МСФО, скорректированной на выплаты процентов за вычетом налогового эффекта по учтенным в капитале долевым финансовым инструментам, отличным от акций, при условии соблюдения ряда обязательных условий». При этом «ключевыми условиями

¹ <https://www.sberbank.com/ru/investor-relations/dividends>

являются поддержание достаточности общего капитала Группы по РПБУ на уровне не менее 13,3% и соблюдение обязательных нормативов достаточности капитала Банка России с учетом Аппетита к риску, утвержденного Наблюдательным советом ПАО Сбербанк».

В данном сценарии также снижаются риски, отражаемые в ставке дисконтирования, по сравнению со Сценарием 1, поскольку риски потери финансовой устойчивости в данном случае не просматриваются.

Следует учесть, что методы, применяемые для оценки предприятий, могут определять рыночную стоимость как на контрольном уровне (и для определения рыночной стоимости на миноритарном уровне необходима корректировка на уровень контроля), и на миноритарном уровне (тогда корректировки не требуется).

В таблице ниже приводятся подходы и методы оценки, позволяющие определить рыночную стоимость предприятий на контрольном и миноритарном (неконтрольных) уровнях [16.].

Таблица 3 – Уровни стоимости и методы оценки

Методы оценки	
Контрольный уровень	Миноритарный (неконтрольный) уровень
• Руководство по публичным компаниям (сравнительный подход) • Руководство по сделкам слияний и поглощений (сравнительный подход) • Анализ NAV/ликвидации (затратный подход) • Дисконтированный денежный поток (доходный подход) • Капитализированный денежный поток (доходный подход) Наибольшее значение, полученное из вышеуказанных методов, является стоимостью контроля	ПРЯМОЙ • Анализ дисконтированных будущих выгод (DFBA) (например, дивиденды, денежные потоки миноритарных акционеров и предположение о будущем выходе) (доходный подход) • Капитализация выгод миноритарных акционеров (дивиденды или доходы) по соответствующей требуемой норме доходности (доходный подход) • Предыдущие транзакции (сравнительный подход) • Положения соглашения о купле-продаже (сравнительный подход) КОСВЕННЫЙ • Применять скидки как за отсутствие контроля, так и за отсутствие ликвидности или ликвидности от стоимости к владельцу контроля

Таким образом, при реализации сценариев оценки важно определить уровень стоимости, получаемый в результате их применения и выполнить необходимые корректировки на контроль.

Проверка объективности результатов, полученных в рамках трех сценариев.

Для проверки объективности результатов, полученных в рамках предложенных трех сценариев, авторы рассмотрели сделку продажи 100% акций российской дочерней компании казахстанского Halyk Bank - Москоммерцбанка за 1,1

млрд. руб., которая была закрыта в конце 2022 г.² путем проведения расчетов рыночной стоимости в рамках трех предложенных сценариев метода дисконтированных денежных потоков доходного подхода.

Расчеты проводятся при следующих предположениях:

- прогноз роста активов банка на уровне 4% в год, что соответствует целевому показателю инфляции по данным ЦБ РФ;
- прибыль банка прогнозируется с учетом расчетного среднегодового показателя рентабельности собственного капитала (согласно данным отчета об уровне достаточности капитала) в период 2021-2022 гг. в размере 2,63%;
- ставка дисконтирования принята на уровне от 25% для сценария 2 и 3 и 30% для сценария 1, характеризующегося повышенными рисками. Сам расчет ставок дисконтирования не приводится, поскольку данный вопрос не является задачей настоящей статьи и достоин отдельного исследования. Выбранные значения ставок приняты на уровнях, приближенных к расчетным рыночным показателям в практике оценки на период конца 2022 года;

Для сценариев №1 и №2 дополнительно приняты следующие предположения:

- направление избыточного капитала банка сверх нормативного или среднеотраслевого показателя на выплату дивидендов проводится равномерно в течение первого прогнозного года (дисконтирование на середину периода);
- сохранение показателей источников базового, добавочного и дополнительного капитала банка, а также показателей, уменьшающих стоимость базового, добавочного и дополнительного капитала банка по данным отчета об уровне достаточности капитала для покрытия рисков на 01.01.2023г. на текущем уровне, за исключением показателя нераспределенной прибыли (непокрытого убытка).

Также при расчетах необходимо принимать во внимание следующие особенности расчетной модели:

- направление части прогнозной прибыли банка на пополнение капитала банка в размере равном максимальному из показателей годового прироста для базового, основного и собственного капитала, который требуется для соблюдения установленных нормативов достаточности капитала банка;
- выплата избыточной части капитала (для Сценария 1 и 2) приведет к некоторому снижению прибыли банка в прогнозном периоде.

Далее в Таблице 3 приведены некоторые ключевые показатели деятельности банка согласно официальной отчетности, опубликованной на портале ЦБ РФ, по состоянию на 01.01.2023 г. (наиболее актуальная отчетность по состоянию на дату сделки), а в Таблице 4 результаты определения рыночной стоимости 100% доли в банке по трем сценариям.

² <https://www.kommersant.ru/doc/5874758>, <https://www.interfax.ru/business/878231>

Таблица 4 - Ключевые показатели деятельности АО КБ "Москоммерцбанк"

Наименование	Показатель
Дата определения стоимости	01.01.2023г.
H1.1 (достаточность базового капитала)	13,93%
H1.2 (достаточность основного капитала)	13,93%
H1.0 (достаточность собственных средств)	34,60%
Активы, тыс. руб.	22 135 578
Собственный капитал (по данным отчета об уровне достаточности капитала), тыс. руб.	7 742 134
Чистая прибыль за 2022 г., тыс. руб.	284 342
ROE (рентабельность собственного капитала) среднегодовая за 2021-2022 гг.	2,63%

Таблица 5 – Результаты расчета рыночной стоимости 100% капитала АО КБ "Москоммерцбанк" по трем сценариям

№	Показатель	Сценарий 1	Сценарий 2	Сценарий 3
1	Используемые расчетные показатели	Нормативный показатель достаточности капитала с учетом минимально допустимых надбавок, устанавливаемых ЦБ РФ H1.1 - 7,00% H1.2 - 8,50% H1.0 - 10,50%	Среднеотраслевой показатель достаточности капитала H1.1 - 9,30% H1.2 - 10,40% H1.0 - 12,70% [17.]	Среднеотраслевой уровень выплат дивидендов в банковском секторе 53,25% от чистой прибыли (Таблица 2) Применяется премия на контрольный характер на базе расчетной доли большинства 0,43
2	Ставка дисконтирования	30%	25%	25%
3	Результат оценки на контрольном уровне, тыс. руб.	1 371 424	1 018 280	970 630
4	Фактическая цена сделки, тыс. руб.	1 100 000		

Выводы:

Исходя из результатов оценки по рассматриваемым сценариям и фактической цены рыночной сделки, можно сделать следующие выводы об их сопоставимости:

1. Результат оценки по Сценарию 1 ожидаемо принимает наибольшее значение, т.к. предполагает выплату всего объема избыточного капитала сверх нормативно установленных показателей. Однако участники сделки (рынок) не рассматривают такой вариант как реалистичный – результат оценки приближается к фактической цене сделки только при ставке

дисконтирования на уровне 60% - 70%, что говорит о низкой вероятности такого сценария с точки зрения участников сделки.

2. Результат оценки по Сценарию 3 напротив принимает наименьшее значение, т.к. не учитывает наличие избыточного капитала банка, который может быть направлен на выплату дивидендов. Применение метода дисконтированных денежных потоков для предприятий нефинансовой отрасли учитывает текущую структуру капитала, стоимость долга, наличие избытка/недостатка собственного оборотного капитала и прочие показатели, которые, как мы уже отмечали, затруднительно установить для кредитных учреждений – и, тем не менее, игнорирование данных показателей приводит к некорректному результату оценки.

Отметим, что если достаточность капитала оцениваемого банка существенно ниже среднеотраслевых показателей или близка к минимуму, то такой сценарий может напротив дать завышенную оценку стоимости капитала банка, т.к. не учитывается тот факт, что всю или значительную часть будущей прибыли необходимо будет некоторое время направлять на пополнение собственного капитала банка, чтобы приблизиться к среднеотраслевым показателям.

Кроме показателей денежного потока, принятых в рамках Сценария 3, в расчетах принята корректировка на контроль, значение которой определяется на базе значений в опубликованных аналитических исследованиях и принимается как достоверное без проверки оценщиком.

3. Наиболее приближенный к фактическим условиям сделки результат оценки получен при использовании Сценария 2. При этом такой сценарий может рассматриваться рынком и участниками сделки как консервативный.

Заключение

При оценке бизнеса традиционно необходимо учитывать: цель оценки, вид стоимости, предпосылки стоимости, определяется ли стоимость на мажоритарном или миноритарном уровнях.

Исходя из специфики организаций, оказывающих финансовые услуги деятельности, в том числе банков, осуществляющих свою деятельность с учетом требований регулятора, целесообразно включать в периметр анализа следующие факторы:

- требования регулятора по показателям достаточности капитала с учетом изменений их уровня, в том числе, связанных с введением «антициклических надбавок»;
- показатели среднеотраслевого уровня достаточности капитала и уровня выплат дивидендов;
- наличие и возможность учета в расчетах денежных потоков избыточного капитала (сверх нормативного или среднеотраслевого показателя);
- различный уровень рисков сценариев формирования денежных потоков,

- которые следует учесть при расчете ставки дисконтирования;
- необходимость включения в расчеты корректировок на контроль в зависимости от применяемых методов оценки.

При абсолютно сходных условиях формирования денежных потоков и используемых в расчетах показателях, метод дисконтирования дивидендов и метод дисконтирования денежных потоков могут приводить к одинаковым результатам оценки, поэтому само наименование используемого метода в данном случае может быть выбрано оценщиком самостоятельно.

Рассмотренные сценарии формирования денежных потоков на практическом примере, показали наиболее приближенный к фактическим условиям сделки условия сценария №2, где учитывается среднеотраслевой показатель достаточности капитала банков. В то же время, исходя из закрытости информации по сделкам в банковском секторе, в том числе связанных с выходом иностранных участников из капитала российских предприятий в 2022-2024 г.г., не позволившей провести более масштабные исследования, а также принятия ряда условий расчетов без дополнительных обоснований, не следует принимать данный сценарий как единственного верный.

Согласно федеральных стандартов оценки [18.], «Оценщик может применять методы оценки, не указанные в федеральных стандартах оценки, с целью получения наиболее достоверных результатов оценки», а «при выборе подходов и методов оценки оценщику необходимо учитывать специфику объекта оценки, цели оценки, вид стоимости, достаточность и достоверность исходной информации, допущения и ограничения оценки», поэтому в том или ином случае именно оценщик обосновывает и принимает решения по используемой методологии.

Исследования и аналитические выкладки, обозначенный периметр специфических факторов, характерных для организаций, оказывающих финансовые услуги, могут быть полезны в работе Центрального Банка России при анализе состояния кредитных учреждений, оценщикам, экспертам, собственникам и инвесторам для формирования максимально достоверных моделей расчетов и также использоваться для дальнейших предложений по совершенствованию подходов к оценке.

Литература

1. Рынок слияний и поглощений в России в 2023 – начале 2024 гг. ООО «Кэпт Налоги и Консультирование». URL: <https://assets.kept.ru/upload/pdf/2024/06/ru-kept-ma-2023-survey.pdf>
2. Федеральный стандарт оценки «Оценка бизнеса (ФСО №8)» утвержден Приказом Минэкономразвития России от 01.06.2015 №326 «Об утверждении Федерального стандарта оценки «Оценка бизнеса (ФСО №8)» с изменениями на 14.04.2022
3. Будицкий, А. Е. Особенности оценки рыночной стоимости коммерческого банка / А. Е. Будицкий // Финансы и кредит. – 2007. – № 30(270). – С. 25-34. – EDN IANBLB.
4. Родин, А. Ю. Применение доходного подхода к оценке стоимости банков в современных экономических условиях / А. Ю. Родин, Н. В. Тельминова, С. А. Труфанова // Российский экономический интернет-журнал. – 2022. – № 2.
5. Гребенников, А. Л. Особенности оценки стоимости бизнеса финансовых компаний / А. Л. Гребенников // Финансовые рынки и банки. – 2021. – № 3. – С. 46-50. – EDN NUOMCN.
6. Субботин, Д. В. Влияние дивидендной политики на стоимость банков США / Д. В. Субботин // Научный журнал. – 2022. – № 1(63). – С. 41-43. – EDN IFANUG.
7. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / Асват Дамодаран; Пер. с англ. — 7-е изд. — М.: Альпина Паблишер, 2011. ISBN 978-5-9614-2363-1
8. Коупленд Т., Коллер Т., Мюррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. — 3-е изд., перераб.и доп. / Пер. с англ. — М.: ЗАО «Олимп—Бизнес», 2005. — 576 с: ил. ISBN 5-901028-98-8 (рус.)
9. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)/А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазикина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. — М.: ИНТЕРПРЕКЛАМА, 2003. — 544 с. ISBN 5-8137-0094-3
10. Козырь Ю.В. «Элементы стоимостной оценки бизнеса. Оценка стоимости бизнеса, активов и обязательств компании, а также ее внутренних подразделений и долевых интересов», 2019 г.
11. RICS Valuation – Global Standards Global, December 2024 Effective from 31 January 2025 URL: <https://www.rics.org/content/dam/ricsglobal/documents/standards/Red-Book-Global-Standards-incorporating-IVS.pdf>
12. Инструкция ЦБ РФ от 29 ноября 2019 г. № 199-И "Об обязательных нормативах и надбавках к нормативам достаточности капитала банков с универсальной лицензией"
13. Указание от 3 апреля 2023 г. N 6393-У «О внесении изменений в инструкцию Банка России от 29 ноября 2019 года № 199-и»
14. Решение Совета директоров Банка России об установлении национальной антициклической надбавки от 8 ноября 2024 г.
15. «Обзор финансовой стабильности № 2 (25) II–III кварталы 2024 года», подготовленный ЦБ РФ. URL: https://cbr.ru/analytics/finstab/ofs/2q_3q_2024/
16. Business Valuation Discounts and Premiums, 2nd Edition Shannon P. Pratt ISBN: 978-0-470-37148-0
17. «Результаты банковского сектора за 2023 год», подготовленный Департаментом банковского регулирования и аналитики ЦБ РФ. Январь 2024 г. URL: https://cbr.ru/Collection/Collection/File/47807/presentation_20240130.pdf
18. Федеральный стандарт оценки «Подходы и методы оценки (ФСО V)» утвержден Приказом Минэкономразвития РФ об утверждении федеральных стандартов оценки и о внесении изменений в некоторые приказы Минэкономразвития России

о федеральных стандартах оценки №200 от 14.04.2022.