

УДК 336.051

А.Н. Рассказова

## СТОИМОСТНЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КРЕДИТНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ\*

A.N. Rasskazova

## VALUE METHODS OF EVALUATING THE PERFORMANCE OF THE CREDIT INSTITUTION

---

Проведен анализ стоимостных методов, обоснована их применимость в оценке деятельности кредитной организации. Выполнена идентификация ключевых факторов стоимости, позволяющая обеспечить устойчивое развитие банка через сохранение структуры формирования стоимости в будущем.

СТОИМОСТНЫЕ ПОКАЗАТЕЛИ ФОНДОВОГО РЫНКА; РЫНОЧНЫЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ; ЭФФЕКТИВНОСТЬ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КРЕДИТНОЙ ОРГАНИЗАЦИИ; ФАКТОРЫ СТОИМОСТИ; МЕТОДЫ VBM (VALUE BASED MANAGEMENT).

The aim of this article – value methods to analyze and justify their applicability in the annex to the assessment of the credit institution. Identification of value factors, the conclusion made in the work, will help to ensure the sustainable development of the bank through the preservation of the structure of the value chain in the future.

VALUE INDICATORS OF THE STOCK MARKET; MARKET MULTIPLES; EFFECTIVENESS OF THE CREDIT INSTITUTION; VALUE FACTORS; VBM METHODS.

---

**Введение и постановка задачи.** Ожидание замедления темпов роста экономики ниже 1 % в 2014 г.<sup>1</sup> и необходимость реагирования на внешние риски [10, 12] являются сегодня следствиями проблем российской экономики, вызванных в том числе и эффектом влияния организационных изменений внутри российских банков. С учетом того что эффективность деятельности кредитной организации определяется возможностью обеспечения устойчивого развития банковской организации в будущем [1], в данной статье дадим анализ стоимостных методов, зарекомендовавших себя способностью учитывать будущий потенциал управления в текущей оценке компании. В этой связи анализ различных стоимостных оценок эффективности деятельности компании является актуальным как с точки зрения реализуемости на практике (стоимостные показатели фондового рынка), так и с позиции обоснования выбора

наилучшего метода VBM<sup>2</sup> (ориентированного на денежный поток и ориентированного на остаточный доход) в приложении к деятельности кредитной организации.

Попытка обосновать применимость стоимостных показателей фондового рынка для оценки эффективности деятельности банка поддерживается ссылкой на одну из стратегических задач развития финансового рынка на период до 2020 г. [5]. Так, требование «повышения спроса на финансовые инструменты со стороны внутренних и внешних инвесторов» выполнимо при условии стимулирования такого спроса. Если финансовые инструменты – это акции банка, то мощным стимулятором для инвестора является рост капитализации банка, а мотивирующим элементом координирования интересов акционеров и менеджеров выступает способность последних управлять акционерной стоимостью. Этот аргумент и полученные ранее в работе [7] эмпирические доказательства практической возможности создания механизма управления банков-

---

<sup>1</sup> Новости АРБ: Ключевая ставка не будет снижаться до июня: [интернет-портал]. URL: [http://arb.ru/arb/press-on-arb/klyuchevaya\\_stavka\\_ne\\_budet\\_snizhatsya\\_do\\_iyunya-9807093/?source=mail](http://arb.ru/arb/press-on-arb/klyuchevaya_stavka_ne_budet_snizhatsya_do_iyunya-9807093/?source=mail) (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>2</sup> VBM – менеджмент, основанный на управлении стоимостью (Value Based Management).

\* Публикация подготовлена в рамках поддержанного РГНФ научного проекта № 14-02-00132.

ской акционерной стоимостью позволяют сформулировать новую задачу использования его в качестве критерия оценки эффективности деятельности кредитной организации.

Далее в работе анализируются три способа оценки стоимости: на основе — анализа стоимостных показателей фондового рынка, метода дисконтированных денежных потоков (метода DCF<sup>3</sup> [14]) и метода остаточного дохода (RI-метода<sup>4</sup> [15]). Последние два метода тестируются в приложении к результатам деятельности кредитной организации (на примере ОАО Сбербанк России). Выбор наилучшего из них обосновывается с точки зрения их практической реализуемости.

### Особенности формирования банковской акционерной стоимости

Поскольку банковская деятельность отличается от деятельности нефинансовых организаций, прежде всего, своей ролью клиентского обслуживания и финансового посредничества, возникает потребность в проверке условий применимости стоимостных методов, разработанных для оценки деятельности нефинансовых организаций, к оценке банковского бизнеса. Тем самым выбор критерия эффективности деятельности кредитной организации требует обоснования применимости известных способов оценки стоимости — стоимостных методов, широко используемых для определения эффективности деятельности нефинансовых компаний.

*Стоимостные показатели фондового рынка в оценке эффективности деятельности кредитной организации.* В течение первого десятилетия XXI в. существенное влияние на динамику рынка акций России оказывали развитие ситуации на мировых фондовых площадках, изменение мировых цен на сырье, а также «поведение» доллара США относительно рубля и на международном валютном рынке. При этом наибольшее внимание инвесторов привлекали такие показатели мировой макроэкономической статистики, как индекс цен производителей в Евроне<sup>5</sup>, индекс ипотечного рынка в США<sup>6</sup>, индекс увольнений

по расчету Challenger<sup>7</sup>, индекс занятости в США от ADP<sup>8</sup>, индекс запасов энергоносителей в США<sup>9</sup>. Учет указанных факторов оказывал влияние на формирование рыночного спроса на акции компаний национального фондового рынка, тем самым отражая эффективность деятельности российских нефинансовых организаций в рыночных мультипликаторах. Однако возникает потребность в анализе этих показателей с точки зрения применимости к оценке эффективности банковского бизнеса. В связи с этим рассмотрим стоимостные показатели фондового рынка в качестве критериев оценки эффективности деятельности кредитной организации.

Стоимостные показатели фондового рынка используются для измерения банковской акционерной стоимости с позиции сравнения оценочной цены акции и цены, сформированной фондовым рынком [2]. К основным рыночным мультипликаторам, предполагаемым для использования в качестве оценочных показателей эффективности банковского бизнеса, относятся следующие:

- 1) EV/EBIT — отношение предпринимательской ценности (EV) к прибыли до выплаты процентов и налогов (EBIT);
- 2) EV/EBITDA — отношение предпринимательской ценности (EV) к прибыли до выплаты процентов, налогов и амортизации (EBITDA);
- 3) P/E — отношение рыночной капитализации (P) к годовой прибыли (E);
- 4) M/B — отношение рыночной капитализации (M) к балансовой стоимости акционерного капитала (B);
- 5) M/A — отношение рыночной капитализации (M) к балансовой стоимости активов (A).

Первые два рыночных мультипликатора (EV/EBIT и EV/EBITDA) не могут быть применены для оценки эффективности кредитной организации по причине неразделимости операционной и финансовой деятельности в банках. Оценка двух других мультип-

html (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>7</sup> См., например, URL: <http://news.traders-union.ru/economy-calendar/2014/03/06/> (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>8</sup> См., например, URL: <http://mfd.ru/commentfiles/2009/140305130422.pdf> (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>9</sup> См., например, URL: <http://www.finmarket.ru/news/3403389/> (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>3</sup> Метод DCF — Discounted Cash Flow method.

<sup>4</sup> RI-метод — Residual Income method.

<sup>5</sup> См., например, URL: <http://mfd.ru/calendar/details/?id=47> (дата обращения: 02.06.2014).

<sup>6</sup> См., например, URL: <http://www.forexpf.ru/news/2014/01/29/an19-ssha-indeks-ipotechnogo-kreditovaniya-ot-mba-na-24-yanvare-0-2-protiv-predydusch>.

ликаторов Р/Е и М/В в той или иной степени способствует корректному отражению рыночной стоимости акционерного капитала банка. Однако использование указанных показателей вызывает некоторые сомнения относительно точности их оценки. Так, мультипликатор курса Р/Е показывает количество лет, по истечении которых окупаются инвестиции в приобретении акций, т. е. определение и прогнозирование показателя Р/Е не требуют учета риска, в то время как банковская деятельность подвержена риску. Например, высокий рост дохода в краткосрочный период может привести к разрушению банковской акционерной стоимости в долгосрочном периоде или когда рост дохода достигается за счет ухудшения качества кредитного портфеля. Следовательно, для мультипликатора Р/Е свойственна особенность переоценки растущих банков. Несмотря на то, что степень корреляции изменений мультипликатора Р/Е с ростом показателя доходности на акцию (EPS) по шкале Чеддока обратная и заметная (составляет  $-0,6177^{10}$ ), для практического применения показателя Р/Е требуется учитывать политику управления рисками в кредитных организациях.

Мультипликатор М/В<sup>11</sup> (М — рыночная капитализация, В — балансовая стоимость собственного капитала), еще называемый «кратное балансовой стоимости акции», отражает ожидания рынка относительно будущей работы инвестиционного капитала и мастерство менеджеров нефинансовых компаний. Он показывает, во сколько раз рыночная капитализация превышает балансовую стоимость собственного капитала. Причем, при  $M/B < 1$  предполагается, что инвестиции акционеров утратили часть своей

стоимости, т. е. часть их истрачена зря, а при  $M/B > 1$  — высокая эффективность работы первоначальных инвестиций обеспечила существенный прирост [8, с. 184]. Основное достоинство мультипликатора М/В заключается в отражении взаимосвязи «доходность—риск», которую компания обеспечивает своим акционерам высокой степенью корреляции с показателем ROE, равным 0,898. Данный довод свидетельствует о преимущественном выборе мультипликатора М/В для оценки эффективности банковского бизнеса в целом, в то время как мультипликатор курса Р/Е предпочтительнее использовать для текущей оценки отдельного бизнес-подразделения в кредитной организации.

Последний из предложенных мультипликаторов (М/А) отображает результат сравнения рыночной стоимости компании (М) с ее бухгалтерской стоимостью активов (А) и широко используется для оценки эффективности нефинансовых организаций<sup>12</sup>. Однако оценка и прогнозирование значения этого показателя не учитывают деятельности, отражаемой на внебалансовых счетах и составляющей значительную часть банковского бизнеса.

Резюмируя вышеизложенное, можно утверждать, что применение стоимостных показателей фондового рынка для оценки эффективности деятельности — приемлемо, но с обязательным учетом особенностей банковского бизнеса. К ним относятся: во-первых, нераздельность операционной и финансовой деятельности банка; во-вторых, банк создает стоимость на стороне пассивов, а активы банка финансируются не только известными инструментами финансирования, доступными для всех участников рынка, но также за счет депозитных ресурсов; в-третьих, структура долгового капитала включает множество составных пассивных частей, которые подлежат управлению и влияют на результат оценки эффективной маржи; в-четвертых, структура активов и структура долгового капитала банка непрерывно изменяются. К тому же на стоимость акционерного капитала значительно влияет волатильность процентных ставок. Поэтому точность оценки эф-

<sup>10</sup> В качестве фактического материала для проведения исследования использовались финансовые показатели 11 банков-эмитентов на отчетные даты 2011–2012 гг. При этом информационная база исчерпывалась ресурсами Рейтингового агентства «Эксперт РА» и электронной версии ИАС Банки и Финансы информационного агентства Мобиле.

<sup>11</sup> Мультипликатор М/В определяется тремя равноценными способами: отношением курса акции к балансовой стоимости акции; отношением рыночной капитализации к балансовой стоимости акционерного капитала; отношением доходности собственного капитала к полной доходности акций.

<sup>12</sup> См., например, базу рейтингового агентства Эксперт РА (RAEX). URL: <http://www.raexpert.ru> (дата обращения: 02.06.2014).

фективности деятельности при использовании стоимостных показателей фондового рынка напрямую зависит от тщательности учета перечисленных особенностей.

Таким образом, резюмируя вышесказанное, отметим, что с учетом особенностей банковской деятельности стоимостные показатели фондового рынка приемлемы для измерения акционерной стоимости банков. Для частного случая рассматриваемые показатели актуальны для оценки акционерной стоимости, которую создают отдельные бизнес-подразделения банка и которой можно управлять. При этом оценка и прогноз рыночных мультипликаторов достаточно просты в исполнении, а необходимая информация по ним – легкодоступна.

Однако отмечается определенная ограниченность в практическом приложении стоимостных показателей фондового рынка для оценки эффективности деятельности кредитной организации в целом. Причиной ограниченности является сложность учета вышеперечисленных особенностей банковского бизнеса, особенно сторонними аналитиками. Одновременно вспомогательную функцию рыночные мультипликаторы выполнять могут, например, для определения погрешности прогноза при мониторинге соответствия экспертных прогнозов эффективности с рыночным представлением.

*Метод дисконтированных денежных потоков (метод DCF).* Фундаментальная стоимость банковского акционерного капитала (*Equity value*) на базе метода *DCF* рассчитывается в соответствии с [13] согласно выражению (1):

$$Equity\_value = \sum_{t=1}^T \frac{FCF_e}{(1+c_e)^t} + TV, \quad (1)$$

где *FCFe* – свободный денежный поток, сформированный акционерным капиталом; *c<sub>e</sub>* – затраты на использование собственного капитала; *TV* – предельная стоимость банковского акционерного капитала.

Для исходных переменных в уравнении (1) применяются определенные корректировки с учетом особенностей банковской деятельности. Так, свободный денежный поток, сформированный акционерным капиталом,

*FCFe* определяется в соответствии с [11, с. 14] уравнением (2):

$$FCFe = \text{Чистый доход } -/+ \text{ Денежный поток от неэффективных транзакций } +/\text{--} \Delta \text{ Чистый оборотный капитал денежной наличности } - \text{ CAPEX } + \text{ Возвращенный долг } - \text{ Вновь образованный долг.} \quad (2)$$

Здесь *Чистый доход* *-/+ Денежный поток от неэффективных транзакций* – это чистый доход банка, скорректированный на денежный поток от неэффективных транзакций; *ΔЧистый оборотный капитал денежной наличности* – это разница между изменением остатка ссудной задолженности клиентов банка и изменением остатка на депозитных счетах; *CAPEX* – капитальные затраты; *Возвращенный долг* – это сумма средств, возвращенная банку за период с одновременным обнулением ссудного счета; *Вновь образованный долг* – это сумма средств, которая была выдана в кредит новым клиентам за период.

Предельная стоимость банковского акционерного капитала (*TV*) может быть выражена как через свободный денежный поток на акционерный капитал банка, сформированный в постпрогнозный период, так и через факторы стоимости<sup>13</sup>.

В работе [6] освещены основные вопросы, связанные с обоснованием применимости использования метода дисконтированных денежных потоков (метода *DCF*) в качестве инструментария оценки эффективности деятельности кредитной организации. Показаны значение адаптированного к банковским специфическим особенностям метода *DCF* и его особое место в системе развития методологии оценки фундаментальной стоимости собственного капитала банка, характеризуя тем самым прикладную значимость приведенного исследования. Так, предметом апробации данного метода стала оценка эффективности

<sup>13</sup> Детальное представление свободного денежного потока, сформированного акционерным капиталом банка, включающего потоки, образованные текущим доходом и будущими денежными притоками и оттоками, возможно при получении соответствующей исходной консолидированной информации внутри банка. Аналогичная оценка касается и предельной стоимости банковского акционерного капитала.

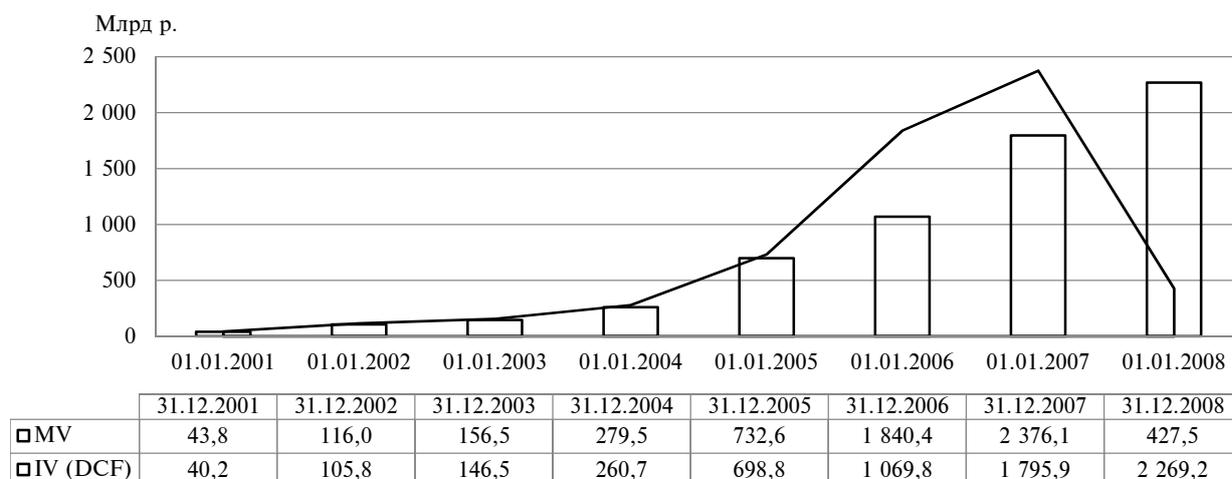


Рис. 1. Расчетное значение внутренней акционерной стоимости (IV) и рыночной капитализации (MV) Сбербанка в период 2001–2008 гг. [6, с. 54]

деятельности ОАО Сбербанка России (далее – Сбербанк) путем расчета фундаментальной стоимости акционерного капитала методом DCF и сравнения его с рыночной капитализацией банка в течение 2001–2008 гг.

На рис. 1 демонстрируются результаты указанного сравнения, в соответствии с которыми точность соответствия фундаментальной акционерной стоимости (IV) с рыночной капитализацией (MV) в стабильный период развития экономики с 2001 по 2005 г. попадает в пределы от –5 до –9 %, т. е. достигается почти 90 %-е совпадение результатов. Что касается следующих двух лет (2006 и 2007 г.), то рынок ценных бумаг перед финансовым кризисом «перегревается», что связано с ростом неустойчивости банковской системы к внешним воздействиям в данный период со стороны финансовых и сырьевых рынков [4]. Таким образом, обнаруженная тесная корреляция между IV и MV, равная 0,99 в период 2001–2005 гг., и объяснимое снижение этого уровня до 0,59 в течение 2006–2008 гг. свидетельствуют о применимости метода DCF для оценки эффективности деятельности кредитной организации.

**Метод остаточного дохода (RI-метод).** Классический RI-метод предполагает измерение остаточного дохода за один период. Однако с точки зрения оценки стоимости акционерного капитала на базе этого метода акционерная стоимость банка может быть выражена суммой инвестированного капита-

ла в собственный капитал банка и премией, равной текущей стоимости ожидаемых остаточных доходов, ежегодно создаваемых в будущем [9], т. е.

$$\text{Стоимость (Value)} = \text{Инвестированный капитал} + \text{Текущая стоимость ожидаемых остаточных доходов.} \quad (3)$$

При этом фундаментальную стоимость собственного капитала на базе RI-метода в соответствии с [13] можно представить выражением

$$\text{Equity\_value}_t = EE_t + \sum_{t=1}^T \frac{RI_t}{(1+c_e)^t} + TV, \quad (4)$$

где  $EE_t$  – инвестиции в СК в  $t$ -м периоде;  $c_e$  – затраты на использование собственного капитала;  $RI_t$  – ожидаемый остаточный доход в  $t$ -м году;  $TV$  – предельная стоимость банковского акционерного капитала.

Остаточный доход  $RI$  определяется в соответствии с (5), т. е. разницей между чистой операционной прибылью после выплаты процентов и налогов ( $NOPAIT$ ) и инвестициями в собственный капитал в течение  $((t-1) \div t)$  периода ( $EE_{t-1}$ ), помноженными на величину затрат на использование этого капитала ( $c_e$ ):

$$RI = NOPAIT_{Adj} - EE_{t-1}c_e. \quad (5)$$

При этом для практического применения RI-метода необходимо, во-первых, к  $NOPAIT$  применить бухгалтерские корректировки

транзакций, которые не являются cash-эффективными, и во-вторых, при оценке Economic Equity (*EE*) кроме суммы собственного капитала учесть эквиваленты собственного капитала. Это делается, чтобы повысить актуальность отражения экономических характеристик, демонстрирующих результат эффективности банковской деятельности. В таблице представлена схема расчета остаточного дохода банка с учетом применяемых к *NOPAIT* бухгалтерских корректировок неэффективных транзакций и используемых для оценки *EE* эквивалентов собственного капитала. В соответствии с данными таблицы для оценки эффективности банковской деятельности корректировки *NOPAIT* касаются учета факторов риска, влияющих на сумму резерва на возможные потери по ссуде<sup>14</sup>. Как резерв по ссуде, так и банковские риски в целом подлежат резервированию в целях страхования против текущего или ожидаемого ухудшения качества активов. Поэтому его увеличение не должно учитываться в расчете *NOPAIT*. Положительное изменение совокупных источников собственных средств приводит к росту денежного потока банка и поэтому учитывается в поправках со знаком «плюс». Изменение суммы отсроченного налога также должно быть учтено в качестве поправок к *NOPAIT*, так же как и увеличение резерва по ссуде повышение значения отсроченного налога не является составляющей денежного потока и должно быть добавлено обратно к прибыли. А поскольку налоговый резерв напоминает эквивалент собственного капитала, то он должен корректировать *Economic Equity* со знаком «плюс». Оценка характера реструктурированных затрат, т. е. степени реального сокращения капиталовложений почти невозможна со стороны стороннего аналитика: эта корректировка, как правило, важна и сильна только для внутренней оценки. При этом сокращение капиталовложений, уменьшающее операционную прибыль *NOPAIT*, одновре-

<sup>14</sup> Учет факторов, влияющих на коррекцию величины различного рода резервов, не обязателен, если использовать в качестве исходных данных для расчета *NOPAIT* форму бухгалтерской отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (*IAS*).

менно должно быть вычтено и из величины *EE*. Что касается амортизационных отчислений на нематериальные активы, то это неявные расходы, которые необходимо добавить обратно к операционной прибыли *NOPAIT*. Бухучет ценных бумаг часто используется как инструмент управления доходом, а следовательно, не отражает экономику основной деятельности нефинансовых компаний, и для случая оценки банков эффект прибыли и потерь от операций с ценными бумагами должен быть исключен из прибыли в момент его создания<sup>15</sup>.

В целом, если учесть ограниченность доступа стороннего аналитика к внутренним источникам банковской информации, позволяющим повысить точность оценки *NOPAIT* через вышеизложенные корректировки, за основу поправок *NOPAIT* достаточно принять анализ операционных доходов и расходов и исключить экстраординарную прибыль и потери [13]. Что касается поправок к *Economic Equity*, то анализ банковской финансовой отчетности позволяет идентифицировать их в своих статьях за исключением деструктурированных затрат (или степени оценки реального увеличения капиталовложений). Поэтому корректировка ре/деструктурированных затрат и других непериодических событий должна быть рассмотрена с точки зрения индивидуальных оснований для анализа данного характера затрат.

Итак, для возможности сравнения с результатом оценки банковской акционерной стоимости, полученным на основе метода DCF, оценим работоспособность RI-метода на примере анализа данных финансовой отчетности Сбербанка<sup>16</sup>. Для этого продемонстрируем на рис. 2 результаты сравнения расчетного значения банковского акционерного капитала (*IV*) и рыночной капитализации (*MI*)

<sup>15</sup> Stern Stewart & Co. предлагает около 150 потенциальных корректировок бухгалтерских данных при расчете остаточной прибыли RI. Однако на практике, как правило, используют в среднем 19 корректировок.

<sup>16</sup> Расчет выполнен на примере опубликованной на официальном сайте информации для акционеров и инвесторов Сбербанка России (ОАО). URL: [http://www.sberbank.ru/saintpetersburg/ru/investor\\_relations/disclosure/annual\\_reports/](http://www.sberbank.ru/saintpetersburg/ru/investor_relations/disclosure/annual_reports/) (дата обращения: 02.06.2014).

Схема расчета остаточного дохода кредитной организации

| Отчет о прибылях и убытках   | Операция       |
|--|----------------|
| Расчет скорректированной прибыли $NOPAIT_{Adz}$  |                |
| Чистая прибыль   |                |
| Изменение совокупных резервов на возможные потери  | +/-            |
| Изменение совокупных источников собственных средств  | +/-            |
| Изменение суммы отсроченных налогов  | +/-            |
| Амортизационные отчисления на нематериальные активы на отчетную дату   | +              |
| Увеличение/сокращение капиталовложений   | +/-            |
| Изменение потери/прибыли от операций с ценными бумагами, оцениваемыми по справедливой стоимости через прибыль или убыток | +/-            |
| Результат расчета $NOPAIT_{Adz}$   | $NOPAIT_{Adz}$ |
| Отчет о прибылях и убытках, баланс, годовой отчет  |                |
| Расчет скорректированной величины $Economic\ Equity$   |                |
| Совокупные источники собственных средств   |                |
| Совокупный резерв на возможные потери  | +              |
| Чистая сумма отложенного налогообложения   | +              |
| Накопленная амортизация нематериальных активов   | +              |
| Сумма приобретений основных средств за период  | +              |
| Совокупная потеря (прибыль) от операций с ценными бумагами (-/+)   | -/+            |
| Совокупные деструктурированные затраты (сокращение капиталовложений)   | -              |
| Результат расчета $Economic\ Equity_{Adz}$   | $Equity_{Adz}$ |
| Расчет $RI: NOPAIT_{Adz} - Equity_{Adz} \cdot c_e^*$   |                |

Примечание 1. Увеличение «+», уменьшение «-».

2. Подробный расчет  $c_e$  см. в [6, с. 53].

Сбербанка в период 2001–2008 гг., полученные в среде Microsoft Excel на основе методов DCF и RI-метода.

Как и для нефинансовых организаций метод DCF и RI-метод вполне подходят для измерения акционерной стоимости банка. Основанием для этого служит высокое значение коэффициента корреляции между внутренней стоимостью, рассчитанной на основе указанных методов, и рыночной стоимостью. Для примера Сбербанка связь между  $IV$  и  $MV$  очень тесная и составляет 0,981 (для метода DCF) и 0,990 (для RI-метода)<sup>17</sup>. Несмотря на идентичность полученных результатов по

<sup>17</sup> Коэффициенты корреляции определены на основе данных за устойчивый период развития российской банковской системы (2001–2007 гг.).

обоим методам, RI-метод, на наш взгляд, обладает преимуществом для использования в целях «массовой» оценки эффективности банковской деятельности. Причиной этому служит достаточная простота расчета, по сравнению с методом DCF, показателя внутренней стоимости ( $IV$ ) на основе RI-метода.

Определив основную и вспомогательную функции рыночных мультипликаторов при оценке эффективности банковского бизнеса и разработав новую модель формирования остаточного дохода (RI-метод) в приложении к оценке эффективности деятельности кредитной организации, далее идентифицируем ключевые факторы стоимости, с тем чтобы обеспечить устойчивое развитие банка через сохранение структуры формирования стоимости.

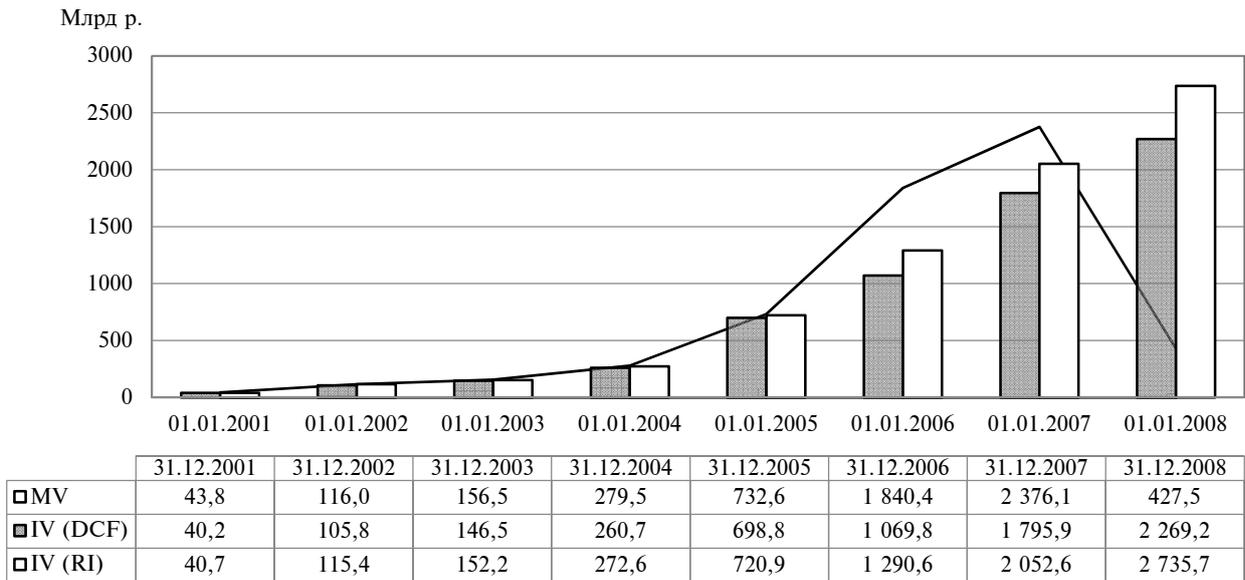


Рис. 2. Результаты сравнения расчетного значения банковского акционерного капитала (IV) и рыночной капитализации (MV) Сбербанка в период 2001–2008 гг.

**Финансовая устойчивость банка и идентификация ключевых факторов стоимости**

С точки зрения реализуемости стоимостных показателей фондового рынка для оценки эффективности деятельности кредитной организации за основу берется тот факт, что уровень резерва на возможные потери по кредитам одновременно является и стоимостным фактором управления достаточностью собственного капитала банка и фактором влияния на рыночные показатели фондового рынка. Приведем необходимое обоснование, оперируя резервом на возможные потери по кредитам в качестве инструмента.

Известно, что финансовая устойчивость банка определяется выполнением требования к нормативу достаточности собственного капитала банка, которая, в свою очередь, зависит от размера резерва на возможные потери по кредитам. В условиях внешних воздействий изменчивость уровня прибыли растет. Это отражается на уровне риска и, как следствие, на величине стоимости акционерного капитала банка. В качестве основного манипулятора для сглаживания высокой волатильности прибыли банка в указанный период используется уровень резерва на возможные потери по кредитам. Принцип использования этого нефинансового актива бухгалтерского баланса следующий: увеличивая или умень-

шая его уровень, менеджмент банка способен влиять на размер прибыли и, следовательно, на уровень риска и, как следствие, на банковскую акционерную стоимость. Так, в период финансового кризиса из-за возросших требований по ликвидности и достаточности капитала эффективность деятельности кредитной организации будет определяться не только результатом оценки доходности тех активов, которые учитываются при расчете показателя достаточности капитала, но и выбором бизнес-модели и банковской стратегии. В данном случае в целях сглаживания изменчивости прибыли уместны два эффективных управленческих решения: при достаточно высоком размере прибыли – увеличивать резерв на возможные потери по кредитам сверх требуемой величины и, таким образом, занижать прибыль; при низком значении прибыли – создавать недостаточный резерв на возможные потери по кредитам, тем самым завышая прибыль, по сравнению с той, которая бы сформировалась в отчете при надлежащей величине резерва. И тот и другой вариант способствуют сглаживанию графика изменения прибыли и, как следствие, формированию стоимости акционерного капитала банка. Таким образом, умелое оперирование уровнем резерва на возможные потери по кредиту позволяет выполнить требование к нормативу

Ключевые факторы стоимости создания FCF и RI



Рис. 3. Интегрированная структура ключевых факторов формирования стоимости методом FCF и RI-методом

достаточности собственного капитала и улучшить значения рыночных мультипликаторов, ослабляя при этом негативные эффекты от внешних воздействий.

Что касается двух других способов оценки фундаментальной банковской стоимости – на базе метода DCF и RI-метода, то здесь уместным будет связать внешнее воздействие с ключевым фактором стоимости. Так, принимая во внимание положительную динамику поведения акционерной стоимости банка (рис. 2), целесообразно построить интегрированную структуру факторов стоимости путем их усреднения в течение периода, когда банк демонстрирует способность сохранения курса на устойчивый рост стоимости. На рис. 3 представлена такая структура, составленная за период устойчивого развития банка (2001–2007 гг.).

Построение интегрированной структуры факторов стоимости и дальнейшая привязка к ней внешних воздействий позволит решить две ключевые задачи. Во-первых, определить

силу влияния внешнего воздействия на факторы стоимости и выявить фактор наибольшего влияния. Разрабатывая и реализуя соответствующие приемы реагирования на негативные эффекты получим возможность сохранить курс устойчивого формирования банковской акционерной стоимости. Во-вторых, осуществить выбор наилучшего метода оценки стоимости банка в зависимости от характера внешнего воздействия и отношения его к конкретному фактору стоимости. При этом большая доля влияния данного фактора на формирование банковской акционерной стоимости обусловит выбор одного из рассмотренных методов VBM. Причем, основным условием решения этих задач будет дальнейшее следование той структуре факторов стоимости, которая в прошлом способствовала созданию внутренней банковской акционерной стоимости<sup>18</sup>.

<sup>18</sup> Для примера Сбербанка данная структура отображена на рис. 3.



Таким образом, следуя структуре формирования акционерной стоимости либо методом DCF, либо на основе RI-метода, получаем возможность управлять этой стоимостью с целью сохранения курса на устойчивый рост.

**Заключение.** Итак, сформулированы и решены задачи, способствующие обоснованию выбора вариантов стоимостных оценок, применимых к оценке эффективности деятельности кредитной организации. Проанализированы три варианта стоимостных оценок: на основе анализа стоимостных показателей фондового

рынка, на базе метода DCF и RI-метода. При практической реализации двух последних акцентировано внимание на обязательном учете особенностей стоимостных факторов банковской деятельности, воплощенном в необходимых корректировках денежных потоков и остаточного дохода соответственно. Предложенные методы адаптированы с учетом [3] и реализуемы на практике при условии доступности необходимых исходных параметров, предусмотренных представленными методами и определенными поправками к ним.

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. **Аворбе Розин, Барабанова И.М.** Использование методов контроллинга для повышения эффективности деятельности коммерческого банка // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского политехнического университета. Экономические науки. 2013. № 2(168). С. 119–123.
2. **Бримсон Дж., Атос Д.** Процессно-ориентированное бюджетирование. Внедрение нового инструмента управления стоимостью компании / пер. с англ. В.Д. Горюновой; под общ. ред. В.В. Неудачина. М.: Вершина, 2007. 336 с.
3. Положение о правилах ведения бухгалтерского учета в кредитных организациях, расположенных на территории Российской Федерации (с изм. и доп., вступ. в силу с 01.04.2014 г.) : Положение Банка России № 385-П от 16.07.2012 г. Консультант Плюс.
4. **Пшеничников В.В., Бабкин А.В., Бичева Е.Е.** О причинах мирового финансового кризиса и его последствиях для российской экономики // Научно-технические ведомости Санкт-Петербургского государственного политехнического университета. Экономические науки. 2009. № 4 (81). С. 9–17.
5. Стратегия развития финансового рынка Российской Федерации на период до 2020 года : Распоряжение Правительства Российской Федерации № 2043-р от 29.12.2008 г. // Российская Бизнес-газета. 2009. № 688. 3 февраля.
6. **Рассказова А.Н.** Как измерить стоимость собственного капитала банка: метод дисконтированных денежных потоков // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2011. № 22(64). С. 49–55.
7. **Рассказова А.Н., Теплова Т.В.** Финансовые инновации в стратегическом анализе банковского бизнеса // МИР: Модернизация. Инновации. Развитие. 2013. № 1. С. 56–62.
8. **Уолш К.** Ключевые показатели менеджмента. М.: Companion Group, 2012. 416 с.
9. **Черемушкин С.В.** Экономическая добавленная стоимость и затраты на капитал: рыночный и бухгалтерский подходы // Финансовый менеджмент. 2008. № 6. С. 50–69.
10. **Шматко А.Д.** Проблема вариативности финансовой поддержки инновационной деятельности высокотехнологичных предприятий // Экономика и предпринимательство. 2013. № 10 (39). С. 722–724.
11. **Damodaran A.** Valuing Financial Service Firms. New York: New York Univ, 2009. 34 p.
12. **Demirguc-Kunt A., Levine R.** Financial Structure and Economic Growth. London: The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2001. 436 p.
13. Gross S. Banks and Shareholder Value. Germany: GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 2006. 277 p.
14. **Rappoport A.** Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. New York: The Free Press, 2000. 270 p.
15. **Stewart G. Bennett.** The Quest For Value: the EVA Management Guide. New York: Harper Business, 1991. 800 p.

### REFERENCES

1. **Aworbe Rosine, Barabanova I.M.** The use of controlling methods to improve the efficiency of commercial bank. *St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics*, 2013, no. 2 (168), pp. 119–123. (rus)
2. **Brimson Dzh., Atos D.** Protsessno-orientirovanoe biudzhetirovanie. Vnedrenie novogo instrumenta upravleniia stoimost'iu kompanii. Per. s angl. V.D. Goriunovoi; pod obshch. red. V.V. Neudachina. M.: Verшина, 2007. 336 s. (rus)
3. Polozhenie o pravilakh vedeniia bukhgalterskogo ucheta v kreditnykh organizatsiakh, raspolozhennykh na territorii Rossiiskoi Federatsii (s izm. i dop., vstup. v silu s 01.04.2014 g.) : Polozhenie Banka Rossii № 385-P ot 16.07.2012 g. Konsul'tantPlus. (rus)

4. **Pshenichnikov V.V., Babkin A.V., Bicheva E.E.** On the reasons of world financial crisis and its consequences for russian economy *St. Petersburg State Polytechnical University Journal. Economics*, 2009, no. 4 (81), pp. 9–17. (rus)
5. Strategiiia razvitiia finansovogo rynka Rossiiskoi Federatsii na period do 2020 goda : Rasporiazhenie Pravitel'stva Rossiiskoi Federatsii № 2043-r ot 29.12.2008 g. *Rossiiskaia Biznes-gazeta*. 2009. № 688. 3 fevralia. (rus)
6. **Rasskazova A.N.** Kak izmerit' stoimost' sobstvennogo kapitala banka: metod diskontirovannykh denezhnykh potokov. *Finansovaia analitika: problemy i resheniia*. 2011. № 22(64). S. 49–55. (rus)
7. **Rasskazova A.N., Teplova T.V.** Finansovye innovatsii v strategicheskom analize bankovskogo biznesa. *MIR: Modernizatsiia. Innovatsii. Razvitie*. 2013. № 1. S. 56–62. (rus)
8. **Uolsh K.** Kliuchevye pokazateli menedzhmenta. M.: Companion Group, 2012. 416 s. (rus)
9. **Cheremushkin S.V.** Ekonomicheskaiia dobavleniia stoimost' i zatraty na kapital: rynochnyi i bukhgalterskii podkhody. *Finansovyi menedzhment*. 2008. № 6. S. 50–69. (rus)
10. **Shmatko A.D.** Problema variativnosti finansovoi podderzhki innovatsionnoi deiatel'nosti vysokotekhnologichnykh predpriatii. *Ekonomika i predprinimatel'stvo*. 2013. № 10 (39). S. 722–724. (rus)
11. **Damodaran A.** Valuing Financial Service Firms. N. Y., New York Univ, 2009. 34 p.
12. **Demirguc-Kunt A., Levine R.** Financial Structure and Economic Growth. London, The MIT Press Cambridge, Massachusetts, 2001. 436 p.
13. **Gross S.** Banks and Shareholder Value. Germany: GWV Fachverlage GmbH, Wiesbaden, 2006. 277 p.
14. **Rappoport A.** Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. N. Y., The Free Press, 2000. 270 p.
15. **Stewart G. Bennett.** The Quest For Value: the EVA Management Guide. N. Y., Harper Business, 1991. 800 p.

---

**РАССКАЗОВА Альбина Николаевна** — доцент Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики», Санкт-Петербургский филиал, кандидат технических наук.

190008, ул. Союза Печатников, д. 16, Санкт-Петербург, Россия. E-mail: an\_rasskazova@mail.ru

**RASSKAZOVA Al'bina N.** — National Research University Higher School of Economics.

190008. Soyuza Pechatnikov str. 16. St. Petersburg. Russia. E-mail: an\_rasskazova@mail.ru

---