

5.14. ОЦЕНКА ЗАТРАТ НА СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ В КОНТЕКСТЕ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ

Рожковский А.Л., соискатель, Новосибирский государственный университет экономики и управления, г. Новосибирск, начальник аналитического департамента, ПАО «МДМ банк», г. Москва

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)

Количество моделей в рамках концепции управления стоимостью компании постоянно возрастает. Наряду с отличиями, такие модели имеют и общую для всех переменную – затраты на вложенный капитал. Однако до сих пор отсутствуют достаточно обоснованные ответы на такие базовые вопросы, как: что представляет собой данный параметр? В чем отличие требуемой ставки доходности на капитал от ставки дисконтирования? Как рассчитать требуемую ставку доходности на собственный капитал для компании? В данной статье дана критическая оценка общепринятым подходам к решению данных вопросов в рамках модели экономической прибыли и предложен авторский подход к оценке затрат на собственный капитал на основе средней рентабельности капитала компаний-аналогов. Предложенный подход рассмотрен на примере коммерческого банка, но применим для большинства финансовых компаний, а при определенных условиях – и для нефинансовых компаний. Данный подход может быть использован при оценке стоимости собственного капитала компаний и выработке управленческих решений, направленных на увеличение стоимости бизнеса.

ВВЕДЕНИЕ

Концепция управления стоимостью компании сегодня является общепризнанной. В учебных пособиях по финансам и менеджменту стали появляться отдельные главы, посвященные этой тематике. *DCF, FCF, EVA, EBO, CFROI, MVA, TSR* – далеко не полный список акронимов моделей оценки и управления стоимостью компании, которыми давно изобилуют страницы научных и практических периодических изданий. Многообразие рекомендуемых моделей оценки и управления стоимостью компании растет с каждым годом. Но, как справедливо отмечено профессором А.В. Новиковым, наиболее часто используемые модели различаются лишь показателями, отражающими эффективность распределения капитала, при этом общим для всех моделей является показатель затрат на вложенный капитал [9, с. 88]. Несмотря на то, что этот параметр является общим для всех моделей и в вопросах его определения, казалось бы, уже не должно быть «белых пятен», по мнению автора, существует целый ряд проблем, связанных с его трактовкой. На сегодняшний день существуют достаточно убедительные доводы, что с точки зрения показателя, отражающего эффективность распределения капитала, наиболее применимыми в системе управления компанией являются модели, в основе которых лежит показатель экономической прибыли [12]. Поэтому данная статья посвящена вопросам методики расчета затрат на вложенный капитал именно в рамках моделей на основе экономической прибыли.

Цель настоящей статьи – оценить обоснованность применяемых в оценке бизнеса подходов к расчету затрат на собственный капитал, или требуемой ставки доходности

на собственный капитал, выделить типичные ошибки при таких расчетах и предложить подход, позволяющий минимизировать подобные ошибки. Первый параграф статьи посвящен сравнению требуемой ставки доходности и ставки дисконтирования с точки зрения учета рисков, а также оценке применимости модели оценки капитальных активов и кумулятивной модели при определении требуемой ставки доходности. В параграфах 2-3 показано, что требуемая ставка доходности на собственный капитал может быть определена на основе методологии сравнительного подхода к оценке бизнеса, рассмотрены позиции различных авторов в отношении общих факторов сопоставимости компаний, дана оценка их применимости для определения требуемой ставки доходности на собственный капитал как средней рентабельности по компаниям-аналогам, факторы сопоставимости компаний обоснованы на примере одной из отраслей (коммерческие банки). Наконец, в четвертом параграфе на основе выделенных факторов сопоставимости показано применение авторского подхода на примере конкретной компании.

1. Требуемая ставка доходности, ставка дисконтирования и учет рисков

И в зарубежной [6; 8], и в российской литературе [1] при описании модели экономической прибыли требуемая ставка доходности на капитал и ставка дисконтирования будущих экономических прибылей рассматриваются как идентичные переменные, равные средневзвешенным затратам на капитал. Требуемую ставку доходности на собственный капитал в составе средневзвешенных затрат на капитал при этом чаще всего рекомендуется рассчитывать по модели оценки капитальных активов или с помощью кумулятивной модели, т.е. с учетом рисков. По мнению автора, такой подход не является в достаточной степени научно обоснованным в силу следующих рассуждений.

Во-первых, существует целый ряд аргументов против учета рисков в ставке дисконтирования. Так, если доходы и расходы чередуются, то зависимость чистых дисконтированных доходов от ставки дисконта может оказаться немонотонной, и учет риска путем корректировки ставки доходности приведет к абсурдным результатам, не согласующимся с обычным представлением о предпринимательских рисках [2, с. 418]. Говоря о рисках, имеют в виду прежде всего риски неполучения доходов. В то же время расходы рассматривают как связанные с совсем иным риском – риском непредвиденного увеличения расходов. Иными словами, в данном случае факторы риска и неопределенности работают в обратном направлении, повышая, а не понижая оценку расходов будущих периодов. Поэтому, если и пытаться учесть эти риски в ставке дисконта, то делать это необходимо, вводя отрицательную, а не положительную поправку. Аналогичная ситуация имеет место и для новых бизнесов. В начальной стадии жизненного цикла компании нередко несут убытки. Вводить в эти годы премию за риск означает снижение значимости этих убытков путем уменьшения их текущей стоимости, тогда как на самом деле необходимо ориентироваться на возможность появления еще больших убытков. То же справедливо и для завершающей стадии жизненного цикла, когда необходимо осуществить ликвидаци-

онные затраты. Для учета рисков в ставке дисконта в общем случае необходимо не только выяснить, на какие именно годы приходится риск, но и установить свои премии за риск для каждого из этих лет. Такой подход и методически, и технически сложнее, чем рассчитывать ожидаемый эффект, используя вероятности возможных сценариев [2, с. 529]. Изложенные выше соображения указывают на серьезные методические и практические трудности, возникающие при учете риска в инвестиционном проектировании, и свидетельствуют о том, что введение премии за риск в ставку дисконта должно рассматриваться как приближенный и не всегда обоснованный метод.

Во-вторых, кумулятивная модель и модель оценки капитальных активов рассчитаны на определение математического ожидания доходности для всех участников рынка. Это означает, что ставки доходности, определяемые на их основе, наиболее применимы для оценки рыночной стоимости в обмене. Тогда как в системе управления стоимостью компании мы имеем дело с оценкой стоимости в использовании и для конкретного акционера, т.е. с инвестиционной стоимостью. Отличие инвестиционной стоимости от рыночной и необходимости оценивания именно первого вида стоимости в контексте управления компанией рассмотрено в [9].

В-третьих, модель оценки капитальных активов изначально была разработана в рамках портфельной теории, основным допущением которой является наличие совершенного рынка. Портфельный инвестор заинтересован в обеспечении максимальной доходности при заданном уровне риска и ориентирован на получение дохода в кратко- и среднесрочной перспективе. В контексте управления стоимостью компании мы имеем дело с оценкой стоимости с позиции стратегического, а не портфельного инвестора. Бизнес не является однородным товаром, а стратегический инвестор является в первую очередь предпринимателем, а не участником финансового рынка. Инвестируя в бизнес, предприниматель имеет дело с капиталом-функцией, а не капиталом-собственностью, и рассчитывает на прибыли, ожидаемые в течение неопределенно длительного времени. Соответственно для данного типа инвесторов требуемая доходность должна определяться на основе других принципов. В частности, более длительный инвестиционный горизонт в силу существования жизненного цикла организации и цикличности экономического развития в целом предполагает, что в отдельные периоды времени предприниматель может ожидать (и требовать) минимальную доходность ниже среднерыночной или безрисковой доходности, и даже отрицательную доходность. А поскольку величина собственного капитала может существенно изменяться во времени, использование усредненных на весь инвестиционный горизонт ставок доходности может привести к серьезным ошибкам в оценках.

В-четвертых, само определение экономической прибыли первоначально возникло в рамках экономической теории и предполагает, что бухгалтерская прибыль больше экономической на величину так

называемых внутренних издержек, включающих в себя нормальную прибыль. Нормальная прибыль указывает, что предприниматель получает доход, равный минимальной величине возмещения предпринимательских усилий. Оценка внутренних (неявных) издержек осуществляется либо с помощью приравнивания стоимости собственных ресурсов к рыночным ценам идентичных ресурсов, которые пришлось бы оплатить, если бы компания не расплагалась ими, либо путем определения денежных платежей, которые можно было бы получить в случае предоставления собственных ресурсов другим рыночным контрагентам [7, с. 392-395]. При оценке минимальной величины возмещения предпринимательских усилий первым способом мы получим так называемые альтернативные издержки капитала, во втором – нормальный доход на капитал. Последний подход представляется автору более корректным, поскольку альтернативные издержки капитала так или иначе определяются на основе ссудного процента, который в свою очередь представляет собой плату за пользование ссудным капиталом, т.е. обособившейся частью временно свободного денежного капитала. В случае же с собственным капиталом, авансированным в бизнес, мы имеем дело с капиталом-функцией, который неоднороден по своей структуре и всегда представлен определенной комбинацией денежного, товарного и производительного капитала, типичной для данного вида бизнеса. Трансформация неденежных частей капитала в денежные требует времени (из-за наличия того или иного срока экспозиции по каждому типу имущества) и определенных затрат на продажу, что, по мнению автора, делает некорректным применение текущей ставки по заемным средствам к величине собственного капитала, авансированного в бизнес, без каких-либо корректировок. Что касается нормального дохода на капитал, то наиболее удачный подход к определению уровня нормальности подобных величин, по мнению автора, представлен в современном экономическом словаре при описании нормального уровня прибыли: «нормальная прибыль – среднеотраслевой уровень прибыли на вложенный капитал, которая может быть получена при использовании капитала» [11]. При этом сделано очень важное указание, что речь идет о «реальном инвестировании».

Обобщая изложенные выше рассуждения, автор приходит к следующим выводам:

- в моделях оценки на основе экономической прибыли требуемую ставку доходности на собственный капитал следует отличать от ставки дисконтирования;
- риски должны учитываться непосредственно в оценках ожидаемой чистой прибыли на основе сценарного моделирования и в оценке требуемой ставки доходности на собственный капитал;
- ставка дисконтирования должна определяться как безрисковая ставка доходности на горизонте, соответствующем длительности жизненного цикла компании;
- в системе управления стоимостью компании требуемая ставка доходности на собственный капитал должна рассматриваться как средняя рентабельность капитала по аналогичным компаниям.

Последний вывод нашел наименьшее отражение в литературе. Поэтому именно данный методологический аспект рассмотрен далее более подробно.

Основные преимущества авторского подхода, заключающегося в одновременном применении четырех указанных выше принципов, в отличие от подходов к оценке стоимости компании с использованием модели оценки капитальных активов, кумулятивной модели и других моделей, учитывающих премии за риск, состоят в корректном разграничении влияния факторов риска и временной стоимости денег на те или иные компоненты стоимости компании, отражении позиции конкретного субъекта оценки инвестиционной стоимости, а также в уменьшении субъективизма за счет исключения экспертных оценок премий за риск, что в конечном счете делает оценку инвестиционной стоимости компании более обоснованной и верифицируемой.

2. Общие принципы выбора компаний-аналогов

Исходным моментом для расчета требуемой ставки доходности на собственный капитал на уровне средней рентабельности по схожим компаниям является выбор таких компаний-аналогов. Решению этой задачи может помочь методология сравнительного подхода к оценке стоимости бизнеса, в рамках которой сопоставимую компанию в наиболее общем виде принято определять как такую, у которой денежные потоки, потенциал роста и уровень риска похожи на аналогичные показатели оцениваемой компании [6, с. 620].

При выборе сопоставимой компании используется множество факторов сопоставимости (табл. 1).

Таблица 1

МНОГООБРАЗИЕ ФАКТОРОВ СОПОСТАВИМОСТИ КОМПАНИЙ, ВЫДЕЛЯЕМЫХ РАЗЛИЧНЫМИ АВТОРАМИ

Фактор сопоставимости	[17, с. 185-190]	[4, с. 220-222]	[1, с. 85]	[3, с. 118-119]	[6, с. 620-621]	[18, с. 148-165]
Отраслевая принадлежность	+	+	+	+	+	+
Размер компании	+	+	+	+	+	+
Финансовый риск	+	+	+	х	+	х
Перспективы роста	+	+	х	+	+	х
Географическая диверсификация	+	+	+	х	х	х
Зрелость бизнеса и стадия жизненного цикла	+	+	+	х	х	х
Сходство ассортимента и товарная диверсификация	+	+	х	+	х	х
Качество менеджмента	+	+	х	+	х	х
Способность к выплате дивидендов и схожесть финансовых результатов	+	х	х	+	+	х
Сходство продуктов	+	+	х	х	х	х
Экономический вес компании	+	+	х	х	х	х
Скидки на количество и другие факторы эффе-	+	+	х	х	х	х

Фактор сопоставимости	[17, с. 185-190]	[4, с. 220-222]	[1, с. 85]	[3, с. 118-119]	[6, с. 620-621]	[18, с. 148-165]
Тивности						
Разница в цене продукции	+	+	х	х	х	х
Исторические тенденции	+	х	х	х	х	х
Операционный риск	+	х	х	х	х	х
Зависимость от финансово-промышленных групп	х	х	+	х	х	х
Схожесть систем бухгалтерского учета	х	х	+	х	х	х
Страновой фактор	х	х	х	х	х	+

Как видно из табл. 1, наиболее популярными факторами сопоставимости, называемыми большинством авторов, являются отраслевая принадлежность и размер компании. Второе место по частоте упоминания занимают такие факторы как финансовый риск и перспективы роста. Далее следуют географическая диверсификация, зрелость бизнеса и стадия жизненного цикла, сходство ассортимента и товарная диверсификация, качество менеджмента, способность к выплате дивидендов и схожесть финансовых результатов. Другие факторы упоминаются реже, что обусловлено преимущественно их подчиненностью названным выше факторам. Из наименее часто встречаемых факторов следует особо отметить существенные, по мнению автора, факторы – зависимость от финансово-промышленных групп и схожесть систем бухгалтерского учета.

В большинстве исследований, как отмечает А. Дамодаран, аналитики в качестве сопоставимых фирм трактуют компании, находящиеся в том же бизнесе или бизнесах, что и оцениваемая фирма. Принимаемая здесь неявная предпосылка состоит в том, что фирмы в одном и том же секторе обладают похожими характеристиками риска, роста и денежных потоков, а потому могут сопоставляться с гораздо большей обоснованностью [6, с. 620].

Выбор сопоставимых компаний принято проводить в несколько этапов [1, с. 85]. В качестве первичного критерия отбора используют схожую отраслевую принадлежность. Полученный на первом этапе список потенциально сопоставимых компаний затем сужают на основе существенных дополнительных критериев сопоставимости.

Как справедливо замечает авторы Руководства по оценке стоимости бизнеса [17, с. 185], невозможно перечислить все факторы, которые следует рассматривать при сужении потенциальных компаний-аналогов до списка тех, что будут использованы в оценке: ведь набор самих факторов будет изменяться от одного оценочного проекта к другому. Поэтому рассмотрим рекомендуемый автором подход к определению требуемой доходности на вложенный капитал на конкретном примере.

В качестве объекта оценки используем одну из компаний финансового сектора, поскольку для них проблема расчета требуемой ставки доходности на собственный капитал более актуальна, чем для компаний нефинансового сектора, при оценке капитала которых имеют в виду и собственный капитал, и долг.

В случае с компаниями финансового сектора долг рассматривается не как источник капитала, а как сырье, и составляет большую часть пассивов (например, в среднем по банковскому сектору доля собственного капитала в пассивах составляет всего около 11%¹). Кроме того, для финансовых компаний достаточно сложно определить, что является долгом, а что нет. Так, например, привлечение средств клиентов во вклады (депозиты) мало чем отличается от эмиссии долгового обязательства в форме облигаций. Объем привлеченных средств физических и юридических лиц во вклады (депозиты) составляет более 50%² всех пассивов по банковскому сектору в целом. И если рассматривать привлеченные средства как долг, то операционный доход банка следует измерять до учета процентов по вкладам, а это противоречит здравому смыслу, поскольку процентные расходы обычно являются крупнейшей статьей расходов банка.

3. Отраслевые факторы сопоставимости компаний-аналогов

Для более подробного описания предлагаемого автором подхода в данной статье приведен пример расчета требуемой ставки доходности на собственный капитал, в качестве объекта оценки при этом выбран коммерческий банк – Публичное акционерное общество (ПАО) «МДМ Банк».

Рассмотрим, какие дополнительные факторы сопоставимости, по мнению автора, следует использовать для выбора сопоставимых банков, и рассчитаем требуемую ставку доходности на примере объекта оценки с использованием выделенных факторов.

В качестве дополнительных факторов сопоставимости, как было отмечено выше, следует рассматривать факторы, определяющие денежные потоки, потенциал роста и уровень риска сравниваемых компаний. По мнению автора, для коммерческого банка следует использовать, как минимум, семь таких факторов.

Первый – сопоставимость по структуре собственности. Рентабельность капитала во многом зависит от структуры акционеров компании. Так, например, государственная компания имеет доступ к условно-бесплатным источникам фондирования, либо источникам фондирования по ставкам существенно ниже рыночных. Кроме того, такие компании имеют более высокий «кредит доверия» со стороны стейкхолдеров, что обеспечивает им стабильную клиентскую базу без существенных затрат на маркетинг.

¹ По состоянию на 1 июля 2015 г. Подробнее см.: [14].

² По состоянию на 1 июля 2015 г. По данным Центрального банка РФ, объем привлеченных средств во вклады (депозиты) физических лиц – 19 892 300 млн. руб., депозиты и прочие привлеченные средства организаций (кроме кредитных организаций) – 15 793 006 млн. руб., кредиты, депозиты и прочие привлеченные средства кредитных организаций – 4 967 524 млн. руб., средства физических лиц – индивидуальных предпринимателей – 191 820 млн. руб., активы (пассивы) – 73 513 382 млн. руб. Подробнее см. [10].

Данный фактор особенно актуален для банковского сектора, в котором вопрос гарантий и надежности является первостепенным. Частные российские компании не имеют подобных предпочтений и функционируют на среднерыночных условиях. До введения санкций в отношении российских компаний иностранные компании, функционирующие в РФ, имели возможность фондирования на международных рынках и от материнской компании на более выгодных условиях, чем в среднем по российскому рынку. В текущих условиях ранее доступное дешево фондирование затруднено. И у иностранных банков наблюдается высокая доля клиентских средств в пассивах, что может говорить о сопоставимых условиях работы с частными российскими банками. При этом все еще остается возможность помощи со стороны материнской компании.

Второй – сопоставимость по уровню рисков. Рентабельность капитала каждой компании во многом зависит от уровня принимаемых рисков. Одной из наиболее комплексных оценок уровня рисков компании является кредитный рейтинг. Кредитный рейтинг – это независимое мнение рейтингового агентства об уровне кредитного риска, т.е. о способности и готовности эмитента своевременно и в полном объеме выполнять свои финансовые обязательства. При оценке кредитного рейтинга учитываются самые разные финансово-экономические характеристики, способные повлиять на своевременность выполнения долговых обязательств эмитента. Кроме того, анализируются специфические факторы риска, которым эмитенты подвержены в силу особенностей своей деятельности: множество финансовых и нефинансовых характеристик, в том числе важнейшие показатели эффективности, экономические, регулятивные и политические факторы, особенности практики менеджмента и корпоративного управления, а также конкурентоспособность компании. Каждое агентство применяет собственную методологию оценки кредитоспособности и выражает результаты своих оценок, применяя определенную рейтинговую шкалу.

Третий – сопоставимость по эффекту масштаба. Одним из существенных факторов, влияющих на рентабельность капитала, является размер компании. Крупные компании имеют ряд преимуществ, которые способствуют снижению издержек. Они обладают большими возможностями для специализации труда рабочих и управленческого персонала, могут эффективнее использовать капитал. Реакцию объема производства на изменение масштаба производства называют эффектом масштаба. Объем производства для банка может быть охарактеризован величиной активов, а масштаб производства – количеством отделений. В таком случае эффект масштаба может быть охарактеризован показателем активов в расчете на одно отделение банка.

Четвертый – сопоставимость по географической диверсификации. Рентабельность капитала компании во многом зависит от особенностей экономико-географического положения. С одной стороны, уровень цен и доходов существенно отличается

по субъектам РФ, что неизбежно будет приводить и к отличиям в уровне расходов каждой компании в зависимости от того, сколько ее офисов расположено в том или ином субъекте РФ. С другой стороны, каждый субъект РФ характеризуется различным уровнем развития промышленности и торговли, что будет приводить к различной структуре спроса на банковские продукты по субъектам РФ и различию в доходах (как за счет различной доходности кредитных и депозитных продуктов и различной их структуры по субъектам РФ, так и за счет различий в ценовых параметрах идентичных продуктов по субъектам РФ). Поскольку речь идет о выборе сопоставимых компаний, а не о географической диверсификации как таковой, первостепенное значение имеет перечень регионов присутствия рассматриваемой компании.

Приняв его за 100%, можно оценить в процентах степень пересечения регионов присутствия потенциально сопоставимых компаний с рассматриваемой компанией, взвесив каждый регион присутствия по численности населения.

Пятый – сопоставимость по клиентской диверсификации. Рентабельность капитала компании в целом напрямую зависит от рентабельности каждого сегмента бизнеса. У любого банка выделяется как минимум два сегмента бизнеса – физические лица и юридические лица. Спред ставок привлечения и размещения в каждом из этих сегментов существенно отличается.

Так, по данным на июль 2015 г. среднерыночный спред рублевых ставок привлечения и размещения средств сроком до года по сегменту физических лиц составил 17,55 п.п., по сегменту юридических лиц – 4,32 п.п. [16]. Поскольку для каждого банка достоверно выделить можно только два сегмента, достаточно оценить долю одного из них в общем объеме бизнеса (сумме привлеченных и размещенных средств).

Шестой – сопоставимость по источникам фондирования. Одной из особенностей банковского бизнеса является возможность зарабатывать на стороне обязательств ввиду положительного спреда, образующегося из-за разницы в затратах на обслуживание депозитов и затратах на привлечение того же объема финансовых ресурсов с эквивалентным риском на открытом рынке.

Например, средние процентные ставки по рублевым депозитам физических лиц и нефинансовых организаций сроком до года по состоянию на июль 2015 г. составляют 9,78-10,38% [16], ставка *prime* максимальной срочностью 6 месяцев при этом составляла 12,25% [19], а фактическая среднемесячная ставка по кредитам в рублях, предоставленным московскими банками, сроком от 181 дня до года – 12,89 % [19].

Поскольку процентные расходы – одна из наиболее крупных статей расходов любого банка, для оценки степени сопоставимости банков важно, чтобы они имели сопоставимую структуру привлеченных средств. В качестве такого индикатора выбрана доля клиентских средств (кроме финансовых организаций) в общей величине пассивов банка.

Седьмой – сопоставимость по стоимости фондирования. С источниками фондирования тесно связан вопрос их стоимости.

Поскольку основным источником фондирования являются привлеченные средства клиентов, вопрос стоимости этих источников имеет важное значение для рентабельности капитала. Поскольку ставки по депозитам организаций в большинстве случаев устанавливаются для каждого клиента индивидуально и не являются публичными, наиболее сравнимы по банкам ставки по депозитам физических лиц. В качестве фактора сопоставимости выбрана рублевая ставка срочностью 1 год.

Во-первых, на рублевые депозиты со сроком от 181 дня до 1 года приходится основная доля привлеченных средств физических лиц.

Во-вторых, вклады указанной срочности представлены у всех рассматриваемых банков (после кризиса ликвидности конца 2014 – начала 2015 г. некоторые банки исключили из продуктовой линейки краткосрочные вклады).

4. Пример расчета требуемой ставки доходности на собственный капитал

Рассмотрим расчет требуемой ставки доходности на собственный капитал ПАО «МДМ Банк» с использованием названных выше факторов сопоставимости. Рассматриваемый банк занимает 26-ю позицию в рейтинге Интерфакса «100 крупнейших банков РФ по активам на 1 июля 2015 г.» [13]. Для выбора сопоставимых банков проанализируем 30 крупнейших банков.

Данный уровень отсекается по размеру компании является наиболее значимым, поскольку ЦБ РФ в своих аналитических материалах отдельно выделяет именно 30 крупнейших банков [15].

Более мелкие банки имеют меньший «экономический вес» и являются несопоставимыми. Из первоначально отобранных 30 банков следует исключить Банк ВТБ, работающий исключительно с крупными корпоративными клиентами (все остальные услуги предоставляются через ВТБ-24 и Банк Москвы, участвующие в анализе) и НКЦ Банк, выполняющий функции клиринговой организации и центрального контрагента на финансовом рынке.

Значения факторов сопоставимости по рассматриваемому банку и потенциальным аналогам, а также диапазон значений каждого фактора сопоставимости, при соответствии которому банк считается сопоставимым рассматриваемому по данному фактору, указаны в табл. 2.

По структуре собственности в силу описанных выше причин сопоставимыми банками являются все, кроме государственных. По уровню рисков в качестве диапазона сопоставимости выбрано значение по рассматриваемому банку (**B**), приближенные к нему значения (**B+** и **B-**), а также пограничные с ними значения (**BB-** и **CCC+**). Иные значения рейтинга будут означать принципиальные качественные отличия между рассматриваемыми компаниями.

При этом факторы структуры собственности и уровня рисков автор рекомендует рассматривать

как триггеры, т.е. обязательные факторы, несопоставимость хотя бы по одному из которых означает полную несопоставимость компаний с точки зрения условий ведения бизнеса. По эффекту масштаба в качестве диапазона сопоставимости выбрано значение данного фактора по рассматриваемому банку

плюс-минус 100%. При большем или меньшем отклонении данного показателя кривые долгосрочных производственных издержек соответствующих банков в долгосрочном периоде будут иметь принципиально иной наклон по сравнению с кривой рассматриваемого банка.

Таблица 2

ЗНАЧЕНИЯ ФАКТОРОВ СОПОСТАВИМОСТИ РАССМАТРИВАЕМОГО БАНКА И ВЫБОРКИ ПОТЕНЦИАЛЬНО СОПОСТАВИМЫХ БАНКОВ

Фактор сопоставимости	Значения факторов сопоставимости ³					Диапазон сопоставимости
	рассматриваемый банк	выборка потенциальных банков-аналогов				
		минимальное значение	максимальное значение	среднее значение	коэффициент вариации	
Структура собственности ⁴	Частный российский	Государственные банки – 25%, частные российские банки – 54%, иностранные банки – 21%				Кроме государственных
Уровень рисков ⁵	B	BBB- – 15%, BB+ , BB , BB- – 52%, B+ , B , B- – 26%, CCC+ – 7%				От BB- до CCC+
Эффект масштаба	2,0	1,0	108,7	10,1	208,3%	От 1 до 4 млрд. руб. активов на 1 офис
Географическая диверсификация, %	100	12	100	74	40	От 67
Клиентская диверсификация, %	53	1	83	35	66	От 44 до 62
Источники фондирования, %	73	13	91	65	24	От 61 до 85
Стоимость фондирования, %	10,3	8,1	13	10,5	12,1	От 9,27 до 11,33

Для распределений, близких к нормальному, совокупность считается количественно однородной, если коэффициент вариации не превышает 33% [5, с. 78], поэтому для факторов географической диверсификации, клиентской диверсификации и источников фондирования диапазон сопоставимости установлен как значение фактора по рассматриваемому банку плюс-минус 16,5% (если значение по рассматриваемому банку не является экстремальным в выборке, в противном случае значение по рассматриваемому банку плюс или минус 33%).

В отношении ценовых параметров принято использовать более узкий диапазон отклонений. В частности, ч. 3 ст. 40 Налогового кодекса РФ для идентичных (однородных) товаров (работ или услуг) предельно допустимое отклонение цены установлено в размере 20%. Поэтому для стоимости фондирования диапазон сопоставимости установлен как значение фактора по рассматриваемому банку плюс-минус 10%.

В результате сравнения рассматриваемых банков по семи факторам удалось выявить четыре наиболее сопоставимых банка (табл. 3).

При этом в отношении ПАО «Банк УРАЛСИБ» в настоящее время реализуется план государственной корпорации «Агентство по страхованию вкладов» по предупреждению банкротства банка. По-

этому финансовые показатели данного банка не могут служить ориентиром для определения требуемой ставки доходности на собственный капитал нормально функционирующего банка и его следует исключить из дальнейшего рассмотрения.

Таким образом, наиболее сопоставимыми банками для ПАО «МДМ Банк» в соответствии с предложенным автором подходом являются ПАО «Промсвязьбанк», ПАО «Ханты-Мансийский банк «Открытие» и ПАО «Уральский банк реконструкции и развития».

После определения списка наиболее близких компаний-аналогов необходимо усреднить имеющиеся по ним данные о рентабельности капитала.

Одним из возможных вариантов такого усреднения является расчет среднего арифметического взвешенного с использованием величины собственного капитала в качестве взвешивающего показателя. Так, по данным отчетности по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) за 2014 г. средневзвешенная рентабельность капитала по данным банкам составила 2,66%. У рассматриваемого банка данный показатель равен 1,497%. В случае установления требуемой ставки доходности на собственный капитал акционерами рассматриваемого банка на уровне 2,66% это означало бы, что за рассматриваемый период экономическая при-

³ По состоянию на 1 июля 2015 г.

⁴ К государственным банкам отнесем банки, у которых более 50% находится под контролем либо значительным влиянием государства либо государственных учреждений и предприятий, к частным российским банкам – банки, у которых более 50% находится под контролем либо значительным влиянием частного российского инвестора, в том числе опосредованно, через оффшорные структуры, к иностранным банкам – банки, у которых более 50% находится под контролем либо значительным влиянием иностранной компании, фонда или частного инвестора.

⁵ Поскольку рассматриваемый банк имеет рейтинг только одного международного рейтингового агентства **S&P**, рейтинги других банков от Fitch, Moody's и **RAEX** приведены к соответствующему рейтингу по шкале **S&P**.

быль банка была отрицательной, а его стоимость уменьшилась. Такой неудовлетворительный результат может являться следствием менее эффективного управления, чем это возможно.

Расчет средних величин тесно связан с проблемой неоднородности исходных данных в выборке. Среднее наиболее корректно отражает изучаемое явление при условии однородности выборки. Как было отмечено

выше, выборку считают однородной, если коэффициент вариации не превышает 33%. В рассматриваемом примере коэффициент вариации рентабельности капитала по наиболее близким компаниям-аналогам составил 51%, и ее нельзя назвать однородной. Тем не менее, он существенно ниже вариации всей выборки рассмотренных банков (2 446%).

Таблица 3

РЕЗУЛЬТАТЫ СРАВНЕНИЯ БАНКОВ ПО СЕМИ ФАКТОРАМ СОПОСТАВИМОСТИ

Наименование банка	Сопоставимость по факторам							Рейтинг сопоставимости	Заключение о сопоставимости
	структура собственности	уровень рисков	эффект масштаба	географическая диверсификация	клиентская диверсификация	источники фондирования	стоимость фондирования		
Сбербанк России	Нет	Нет	Да	Да	Да	Да	Нет	4 из 8	Не сопоставим
Газпромбанк	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	Да	Нет	2 из 8	Не сопоставим
Банк ФК Открытие	Да	Да	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	3 из 8	Не сопоставим
ВТБ 24	Нет	Нет	Да	Да	Нет	Да	Да	4 из 8	Не сопоставим
Россельхозбанк	Нет	Нет	Да	Да	Нет	Да	Да	4 из 8	Не сопоставим
Альфа-Банк	Да	Нет	Да	Да	Нет	Да	Да	5 из 8	Не сопоставим
Банк Москвы	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	Нет	Да	2 из 8	Не сопоставим
ЮниКредит Банк	Да	Нет	Нет	Да	Нет	Да	Да	4 из 8	Не сопоставим
Промсвязьбанк	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	Да	6 из 8	Сопоставим
Райффайзенбанк	Да	Нет	Да	Да	Да	Да	Нет	5 из 8	Не сопоставим
РОСБАНК	Да	Нет	Да	Да	Да	Нет	Да	5 из 8	Не сопоставим
Московский Кредитный Банк	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	3 из 8	Не сопоставим
ХМБ Открытие	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	7 из 8	Сопоставим
БИНБАНК	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	5 из 8	Не сопоставим
Россия	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	2 из 8	Не сопоставим
Банк Санкт-Петербург	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Да	Да	4 из 8	Не сопоставим
Ак Барс	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	Нет	5 из 8	Не сопоставим
Русский Стандарт Банк	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	4 из 8	Не сопоставим
Ситибанк	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	2 из 8	Не сопоставим
Связь-Банк	Нет	Да	Да	Да	Нет	Да	Да	5 из 8	Не сопоставим
УРАЛСИБ	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	Да	6 из 8	Сопоставим
Инг Банк (Евразия)	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	2 из 8	Не сопоставим
Нордеа Банк	Да	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	Нет	1 из 8	Не сопоставим
УБРИР	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Нет	6 из 8	Сопоставим
Совкомбанк	Да	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	4 из 8	Не сопоставим
ГЛОБЭКСБАНК	Нет	Да	Нет	Нет	Нет	Да	Нет	2 из 8	Не сопоставим
Банк Зенит	Да	Да	Да	Нет	Нет	Нет	Да	4 из 8	Не сопоставим

При большем количестве отобранных компаний-аналогов следовало бы сузить выборку путем последовательного исключения компаний с экстремальными значениями рентабельности собственного капитала для получения более приемлемого значения коэффициента вариации. Однако в данном случае мы имеем дело всего с тремя компаниями и, по мнению автора, коэффициент вариации 51% является допустимым для расчета средневзвешенного значения анализируемого показателя в целях установления требуемой ставки доходности на собственный капитал.

Таким образом, предложенный подход позволил выбрать наиболее похожие банки и существенно снизить вариацию оцениваемого показателя рентабельности капитала, повысив тем самым обоснованность использования рассчитанной величины в

качестве требуемой ставки доходности на собственный капитал для рассматриваемого банка.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В настоящее время отсутствует единая общепризнанная позиция в отношении методов расчета требуемой ставки доходности на собственный капитал или затрат на собственный капитал. В теории и практике оценки стоимости доминирует подход к определению данного параметра на основе модели оценки капитальных активов и кумулятивной модели. Рассмотрение данного вопроса в более широком контексте, включая положения экономической теории и оценки инвестиционных проектов, позволяет интерпретировать требуемую ставку доходности на собственный капитал как нормальную рентабельность.

Под нормальной прибылью автором предложено понимать среднюю прибыль по компаниям-аналогам. На примере конкретной компании показано, что предложенный подход позволяет получить достаточно надежные оценки

требуемой ставки доходности на собственный капитал по критерию вариации усредняемых величин.

Предложенный подход может применяться как для банков, так и для других финансовых компаний при оценке их стоимости на основе моделей экономической прибыли и при оценке эффективности принимаемых решений с точки зрения их соответствия минимально необходимому уровню рентабельности. Для нефинансовых компаний предложенный подход применим только при условии обоснования подходящих критериев выбора компаний-аналогов, которые отличаются от критериев для компаний финансового сектора.

Литература

1. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса [Текст] / С.В. Валдайцев. – М. : Проспект, 2008. – 565 с.
1. Виленский П.Л. и др. Оценка эффективности инвестиционных проектов. Теория и практика [Текст] / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. – М. : Дело, 2002. – 888 с.
2. Волков А. и др. Создание рыночной стоимости и инвестиционной привлекательности [Текст] / А. Волков, М. Куликов, А. Марченко. – М. : Вершина, 2007. – 304 с.
3. Гусаров В.М. Статистика [Текст] / В.М. Гусаров. – М. : ЮНИТИ-ДАНА, 2003. – 463 с.
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов [Текст] / А. Дамодаран. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.
5. Иохин В.Я. Экономическая теория [Текст] / В.Я. Иохин. – М. : Экономист, 2006. – 862 с.
6. Коупленд Т. и др. Стоимость компаний: оценка и управление [Текст] / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М. : Олимп-бизнес, 2005. – 576 с.
7. Новиков А.В. Стоимостный подход к оценке эффективности бизнеса [Текст] / А.В. Новиков // Сибирская финансовая школа. – 2011. – №6. – С. 82-88.
8. Оценка бизнеса [Текст] : учеб. для вузов / под ред. А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М. : Финансы и статистика, 2009. – 736 с.
9. Показатели деятельности кредитных организаций [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: http://cbr.ru/statistics/?PrId=pdko_sub
10. Райзберг Б.А. и др. Современный экономический словарь [Текст] / Б.А. Райзберг., Л.Ш. Лозовский, Е.Б. Стародубцева. – М. : ИНФРА-М, 2011. – 479 с.
11. Рожковский А.Л. Методические вопросы применения модели экономической прибыли в управлении стоимостью бизнеса на уровне каждого подразделения компании [Текст] / А.Л. Рожковский // Экономический анализ: теория и практика. – 2014. – №37. – С. 34-43.
12. Рэнкинги Интерфакс 100 [Электронный ресурс] // Финмаркет. URL: <http://www.finmarket.ru/database/rankings/?rt=20&orgname=®ion=0&per=133>
13. Сведения о размещенных и привлеченных средствах [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: <http://www.cbr.ru/statistics/?PrId=sors>
14. Статистика [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: <http://cbr.ru/statistics>
15. Средневзвешенные процентные ставки кредитных организаций по кредитным и депозитным операциям в рублях без учета ПАО Сбербанк (% годовых) [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: http://www.cbr.ru/statistics/b_sector/loans_deposits_except_for_Sberbank_15.xlsx
16. Фишмен Д. и др. Руководство по оценке стоимости бизнеса [Текст] / Д. Фишмен, Ш. Пратт, К. Гриффит, К. Уилсон. – М. : Квинто-Консалтинг, 2000. – 370 с.
17. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг [Текст] / Е.В. Чиркова. – М. : Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
18. Mosprime rate [Электронный ресурс] / Центральный банк РФ. URL: http://www.cbr.ru/hd_base/Default.aspx?Prtd=mosprieme

Ключевые слова

Управление стоимостью бизнеса; экономическая прибыль; ставка дисконтирования; затраты на собственный капитал.

Рожковский Алексей Леонидович

РЕЦЕНЗИЯ

Стоимостный подход к управлению бизнесом получает все большее распространение в Российской Федерации. При этом наступила пора переходить от теории к практике. Предлагаемая статья – хороший пример связи теоретических положений с практикой организации бизнеса с позиций концепции управления стоимостью. В предложенной постановке выбранная тема статьи актуальна и имеет как теоретическое, так и прикладное значение.

Изучаемая автором проблема активно обсуждается и зарубежными, и российскими исследователями. Основной акцент при этом смещен в сторону поиска адекватных показателей создания стоимости и оценки их значимости. Общим для всех моделей оценки стоимости является показатель затрат на вложенный капитал. Имеющиеся на сегодня исследования по вопросам методики расчета данного показателя не адекватны всему спектру разработанных оценочных моделей. Данный аспект получил наибольшее освещение в рамках теории портфельных инвестиций, наработки которой автоматически принимаются многими исследованиями без должного изучения их соответствия новым оценочным моделям и без их модификации.

Научная новизна статьи заключается в попытке синтеза методических положений концепции управления стоимостью с положениями экономической теории, теории портфельных инвестиций и инвестиционного анализа при формировании рекомендаций по расчету требуемой ставки доходности на собственный капитал, а также в обосновании факторов сопоставимости коммерческих банков для определения уровня нормальной среднеотраслевой рентабельности капитала.

Автор рассматривает отдельные элементы поставленной проблемы. Однако именно из «небольших кирпичиков» складывается решение глобальных задач. Поэтому можно констатировать, что поставленная в статье проблема описана достаточно полно и имеет научную значимость.

Все разделы статьи логически взаимосвязаны, в ней присутствуют четкие выводы и рекомендации, основанные на корректном использовании теоретико-методологических принципов исследования, имеются необходимые ссылки на труды зарубежных и российских исследователей, отражающие современную точку зрения на поставленную проблему, предлагаемый автором подход апробирован на примере коммерческого банка, но применим для компаний любого сектора, качество оформления статьи высокое.

Представленный в статье материал может быть положен в основу методических разработок российских компаний при формировании системы оценки эффективности в рамках модели экономической прибыли.

Рецензируемая научная статья соответствует всем требованиям, предъявляемым к работам такого рода. Считаю, что данная статья может быть опубликована в одном из ведущих рецензируемых научных журналов, включенных в перечень Высшей аттестационной комиссии РФ.

Новиков А.В., д.э.н., профессор, ректор Новосибирского государственного университета экономики и управления, г. Новосибирск.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)