



Рынок финансово-банковских услуг

Дмитрий ОЛЕКСИЧ

**ОБОСНОВАНИЕ ЦЕЛЕСООБРАЗНОСТИ
ПРИМЕНЕНИЯ СПЕЦИАЛЬНЫХ МЕТОДОВ
ОПРЕДЕЛЕНИЯ СТОИМОСТИ
БАНКОВСКОГО БИЗНЕСА В УКРАИНЕ**

Резюме

Рассмотрена проблема необходимости применения специальных методов определения стоимости банковского бизнеса, приведены и проанализированы основные факторы, формирующие целесообразность применения этих методов, аргументирована необходимость глубинного анализа предмета оценки при помощи специальных методов.

Ключевые слова

Стоимость бизнеса, показатель эффективности, оценка стоимости банковского бизнеса, рыночная стоимость.

Классификация по JEL: G21; H20.

© Дмитрий Олексич, 2008.

Олексич Дмитрий, аспирант, Государственное высшее учебное заведение «Украинская академия банковского дела Национального банка Украины».

Постановка проблемы. Стоимость бизнеса как экономический показатель его эффективности имеет большое значение для руководства фирмы в связи с тем, что для его определения необходимо анализировать долгосрочные перспективы, рассматривать все денежные потоки, уметь сравнивать между собой денежные потоки за различные периоды времени с поправкой на соответствующий риск. Ни одни другие показатели не базируются на такой полной информации, как показатель стоимости бизнеса, поэтому можно утверждать, что он не характеризует мгновенные изменения, а расширяет представления о состоянии объекта. Бизнес, ориентированный на капитализацию и повышение собственной стоимости, является более привлекательным для инвестирования и надежным с позиции риска, нежели нацеленный лишь на сегодняшнюю прибыль. Как отмечается в работе [6, 120], «компании, которые концентрируются лишь на чистой прибыли за текущий год или норме прибыли, страдают близорукостью». Однако стоимость бизнеса, как и любой количественный показатель, требует специальной методики его определения. В последнее время в экономической литературе обсуждается вопрос о необходимости применения специальных методов оценки стоимости бизнеса, ведь можно определить ее, исходя из индикаторов фондового рынка, где акции свободно обращаются и цена на них устанавливается путем согласования спроса и предложения.

Анализ последних публикаций и исследований. Проблема стоимости бизнеса фундаментально рассмотрена в работах многих ученых, отдельные аспекты ее оценки рассматриваются в работах отечественных и зарубежных исследователей, а именно: С. Валдайцева, А. Грязновой, Э. Дамодорана, Е. Колбачева, Т. Коллера, Т. Коупленда, Дж. Мурина, К. Решеткиной, М. Федотовой и других. Некоторые проблемы определения стоимости банка рассматривают в своих трудах З. Васильченко, А. Иванов, О. Мендрул, И. Никонова, Р. Шамгунов и другие.

Нерешенная раньше часть проблемы. Однако, несмотря на значительное количество работ, посвященных проблеме оценки стоимости бизнеса, в частности банковского бизнеса, проблема остается не решенной окончательно. Дальнейшего исследования требует механизм формирования и определения стоимости бизнеса, учет особенностей отдельных видов ведения хозяйственной деятельности и учет данных особенностей в механизме оценки стоимости. Однако решение данных проблем предусматривает предварительное определение целесообразности применения специальных методов при оценке стоимости бизнеса, в частности банковского.

Целью данной статьи является анализ текущей ситуации на отечественном фондовом рынке и обоснование необходимости применения спе-

циальных методов оценки при определении стоимости бизнеса вообще, а также стоимости банковского бизнеса в Украине.

Изложение основного материала. В соответствии с Международными стандартами оценки (МСО), стоимость рассматривается как экономическое понятие, касающееся цены, относительно которой наиболее вероятно договариваются покупатели и продавцы доступных для приобретения товаров и услуг. Стоимость не является фиксированным свойством объекта, это расчетная величина цены конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с избранным толкованием стоимости. С экономической точки зрения, стоимость отражает взгляд рынка на выгоды, которые получает владелец данных товаров или пользователь данными услугами на дату оценки [7].

Соответственно, если стоимость является расчетной величиной, то для ее получения должна применяться определенная процедура оценки. Согласно ст. 3 Закона Украины «Об оценке имущества, имущественных прав и профессиональной оценочной деятельности в Украине» [4], оценка имущества и имущественных прав – это процесс определения их стоимости в соответствии с процедурами, которые определены положениями (национальными стандартами), методиками и другими нормативно-правовыми актами, утвержденными Кабинетом Министров Украины или Фондом государственного имущества Украины.

Существует большое количество видов стоимости и связанных с ними определений. Для понимания и применения стоимостных оценок важно четко указать на вид, толкование и соответствие вида стоимости задаче оценки, поскольку изменение толкования стоимости может существенно повлиять на ее величину. Чаще всего для устранения терминологических различий перед термином «стоимость» используют слова или словосочетания, объясняющие, какой именно вид стоимости имеется в виду. На сегодня в Украине Законом предусмотрено существование следующих видов стоимости: рыночной, ликвидационной, замещения, воспроизводства, остаточной, ликвидационной, специальной, инвестиционной, стоимости в использовании. Чаще всего с оценкой имущества и имущественных прав ассоциируется рыночная стоимость (в некоторых случаях – стоимость на открытом рынке) [4]. На практике при отсутствии особых оговорок речь идет именно о рыночной стоимости, но особо важно, чтобы целью оценки был конкретный вид стоимости с целью избежать недоразумений и различий. В частности, в пункте 11 Национального стандарта №1 отмечено: «В случае, когда в нормативно-правовых актах по оценке имущества, договоре на проведение оценки имущества или решении суда не отмечается вид стоимости, который должен быть определен в результате оценки, определяется рыночная стоимость» [8].

Согласно МСО и Национальному стандарту №1, рыночная стоимость определяется как расчетная денежная величина, за которую произойдет обмен имуществом на дату оценки между заинтересованным покупателем

и продавцом в результате коммерческого соглашения после проведения соответствующего маркетинга, при котором каждая сторона действовала со знанием дела, рассудительно и без принуждения. Рыночная стоимость является объективной оценкой прав собственности на определенное имущество на конкретную дату. Согласно сущности рынка, это означает обобщающую деятельность и мотивацию большого количества участников, а не отдельный взгляд или инвестиционный интерес определенного лица. Рыночная стоимость – подкрепленная данными рынка расчетная величина, полученная в соответствии с нормативно-правовыми актами [7].

К сожалению, не всегда у заинтересованного лица в распоряжении имеется информация о рынке определенного товара и возможности для оценки его стоимости с помощью анализа рынка. Это объясняет существование специальных подходов к оценке стоимости бизнеса, применение которых, согласно С. Валдайцеву, имеет смысл в следующих случаях:

- фирма, которая оценивается, является закрытой, то есть ее акции не котируются на фондовом рынке (фирма представляет собой не акционерное общество, а общество с ограниченной ответственностью, либо это закрытое акционерное общество);
- фирма является формально открытой, однако не находится в листинге фондовых бирж, потому что не соответствует их требованиям (по размеру, открытости финансовой отчетности и т. д.); в то же время на внебиржевом рынке ее постоянная котировка не осуществляется;
- фирма является открытым акционерным обществом, котирующимся на солидной фондовой бирже, но ее акции недостаточно ликвидны (по ним редко заключаются договора) – так что имеющейся рыночной стоимости этих акций доверять нельзя;
- весь финансовый рынок в стране недостаточно ликвидный или сильно зависит от краткосрочных внеэкономических факторов, в результате чего рыночная стоимость котировки акций не справедлива [2].

Сегодня в Украине банковский бизнес функционирует в следующих формах: открытое акционерное общество, закрытое акционерное общество, кооперативный банк и общество с ограниченной ответственностью. Согласно Закону Украины «О внесении изменений в некоторые законодательные акты Украины по формам создания банков и размеру уставного капитала» [3], банки в Украине могут создаваться лишь в форме открытого акционерного общества или кооперативного банка. Банки, созданные в форме закрытого акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью, обязаны в течение трех лет со дня вступления в силу этого Закона привести свою организационно-правовую форму в соответствие с его требованиями.

Проанализируем необходимость применения специальных методов оценки банковского бизнеса в Украине согласно приведенным выше требованиям. Во-первых, выясним формы хозяйствования объекта оценки. Динамика функционирования и форм проведения хозяйственной деятельности банков в Украине за последние 5 лет представлена в табл. 1.

Таблица 1.

Динамика функционирования коммерческих банков в Украине

Показатели	Годы				
	2002	2003	2004	2005	2006
Количество банков, имеющих лицензию НБУ на осуществление банковских операций	157	158	160	165	170
в т. ч. в форме:					
ВАО	94	94	92	92	91
ЗАО	42	39	40	41	44
кооперативного банка	1	–	–	–	–
ТОО	20	25	28	32	35

Как видим из табл. 1, более половины банков за последние пять лет функционируют в форме открытого акционерного общества, то есть, гипотетически их стоимость может быть определена на фондовом рынке согласно котировкам их акций. Практическая возможность получения такой информации и установление справедливой цены на фондовом рынке Украины будут проанализированы ниже. Относительно остальных банков, функционирующих в форме закрытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью, можно сделать вывод, что получение информации о стоимости их бизнеса без применения специальных методов оценки является невозможным по определению.

Для дальнейшего анализа необходимо рассматривать ситуацию на украинском фондовом рынке с целью определения возможности оценки стоимости банковского бизнеса согласно информации о котировке акций банков. Это вполне возможно, если акции акционерного общества продаются на рынке и на них существует определенная рыночная цена. В этом случае можно рассчитать стоимость акций в целом путем умножения количества акций на цену одной акции. Этот показатель широко используется и имеет название «рыночная капитализация акций». Можно даже представить, что это стоимость компании, и ничего больше считать не надо [1].

По У. Шарпу, фондовый рынок существует как механизм обмена финансовыми активами, помогающими свести вместе покупателей и продавцов ценных бумаг. Одной из основных функций такого рынка является установление курса ценных бумаг, то есть определения такой рыночной цены, которая отображает всю имеющуюся информацию о конкретной ценной бумаге. Чем быстрее устанавливается эта цена, тем эффективнее происходит размещение капитала на фондовом рынке. При обычном описании функционирования рынка предполагается, что каждый из участников знает, какое количество каких бумаг по каждой из возможных цен он будет покупать или продавать. Все участники собираются вместе и тем или иным образом устанавливают цену на товар, который уравнивает спрос и предложение [10].

Сегодня в Украине лицензию ДКЦПФР на осуществление профессиональной деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг имеют 10 учреждений, а именно:

а) фондовые биржи:

- ЗАО «Украинская фондовая биржа» (УФБ);
- ЗАО «Луганская фондовая биржа» (ЛФБ);
- АЩ «Донецкая фондовая биржа» (ДФБ);
- ЗАО «Украинская международная фондовая биржа» (УМФБ);
- ЗАО «Украинская межбанковская валютная биржа» (УМВБ);
- ЗАО «Приднепровская фондовая биржа» (ПФБ);
- ЗАО «Крымская фондовая биржа» (КФБ);
- ОАТ «Киевская международная фондовая биржа» (КМФБ);

б) торгово-информационные системы:

- дочернее предприятие «Технический центр ПФТС» (ПФТС);
- дочернее предприятие ассоциации «Южноукраинская торгово-информационная система» – «Юг-сервер» (ЮТИС).

Согласно анализу фондового рынка в Украине, осуществленному Робертом Л. Смитом, международным советником проекта развития рынков капитала, такое количество организаторов торговли превышает потребности рынка [9]. Такой вывод можно объяснить тем, что хотя распределение количества эмитентов, ценные бумаги которых включены в листинг на организаторах торговли, является более-менее уравновешенным, объемы торгов указывают на наглядную диспропорцию, существующую на фондовом рынке. Это проиллюстрировано на рис. 1 и 2.

Рисунок 1.

Распределение количества эмитентов, ценные бумаги которых включены в листинг на организаторах торговли по состоянию на 30.06.2007 г., %

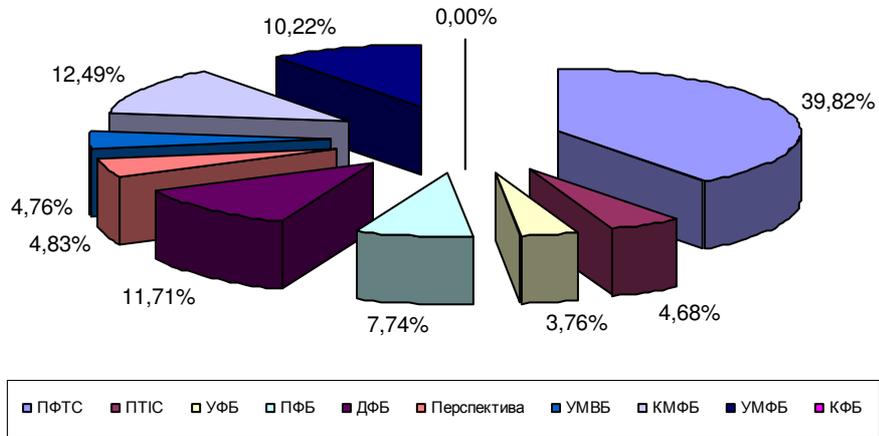
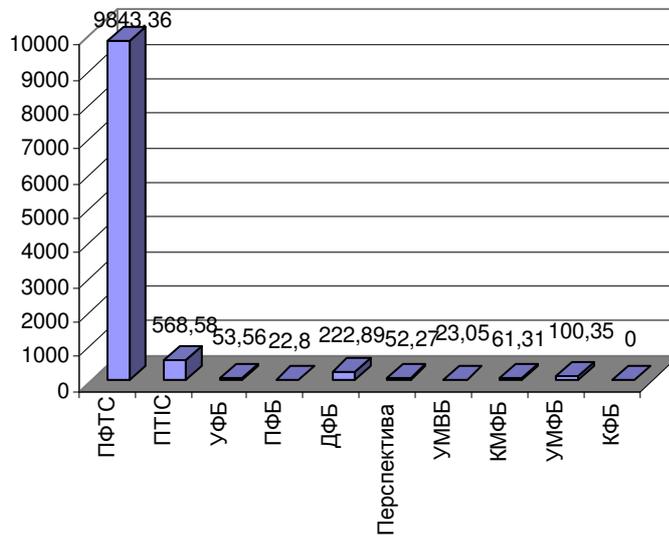


Рисунок 2.

Объем торгов на организаторах торговли в течение января-июня 2007 года, млн грн.



Ликвидность рынка очень низкая, причем большинство соглашений с ценными бумагами осуществляется за пределами организованных бирж или ТИС. По подсчетам экспертов, 90% соглашений заключается на неурегулированном рынке. В 2005 г. и в предыдущие годы свободное обращение акций публичных компаний, без учета контрольных пакетов, составляло приблизительно 4% рыночной капитализации, что еще больше снижает ликвидность рынка.

Большинство дополнительных выпусков акций распределяется либо между существующими акционерами, либо между другими контрагентами по заранее установленным условиям, чтобы не выходить на публичный рынок. За последнее время несколько украинских предприятий осуществили первичное размещение акций (IPO) на иностранных биржах, определив свою рыночную стоимость, и, кроме того, получили менее дорогой заемный капитал [9].

Как видим на рис. 3, согласно данным ДЦКПФР, по состоянию на 30.06.2007 г. наибольшее количество (по виду, типу и категории) ценных бумаг включено в III и IV уровни листинга [5].

По классификации Standard & Poor's, рынок ценных бумаг Украины определен как франтир-рынок, то есть это наиболее низкая классификация индекса бирж этого рейтингового агентства, которое находится немного ниже категории новых рынков. В эту категорию входят свыше 20 стран, сгруппированных по географическому принципу – как страны Европы, Африки, Азии и Латинской Америки. Группа европейских франтир-рынков включает Украину и ее соседей: Румынию, Словению, Словакию, Хорватию, Болгарию, Эстонию, Литву и Латвию. Standard & Poor's считает ПФТС ведущей украинской биржей в расчете индекса S&P [9]. Таким образом, из-за недостаточной ликвидности фондового рынка Украины ставится под большое сомнение вопрос не только установления справедливой рыночной стоимости банковского бизнеса на базе данных котировок акций на рынке, но и любого бизнеса вообще.

Учитывая то, что целью данного исследования является обоснование необходимости применения специальных методов оценки стоимости банковского бизнеса, в первую очередь следует исследовать ситуацию на рынке акций банков как ценной бумаги, свидетельствующей об имущественных правах его владельца (акционера) относительно акционерного общества, включая право на получение части прибыли акционерного общества в виде дивидендов и право на получение части имущества акционерного общества в случае его ликвидации, право на управление акционерным обществом. Структура торгов ценными бумагами приведена на рис. 4.

Как видим на рис. 4, акции на фондовом рынке Украины торгуются достаточно хорошо, занимая второе место по объему торговли после облигаций предприятия.

Рисунок 3.

Количество ценных бумаг, включенных в разные уровни котировочных листов организаторов торговли

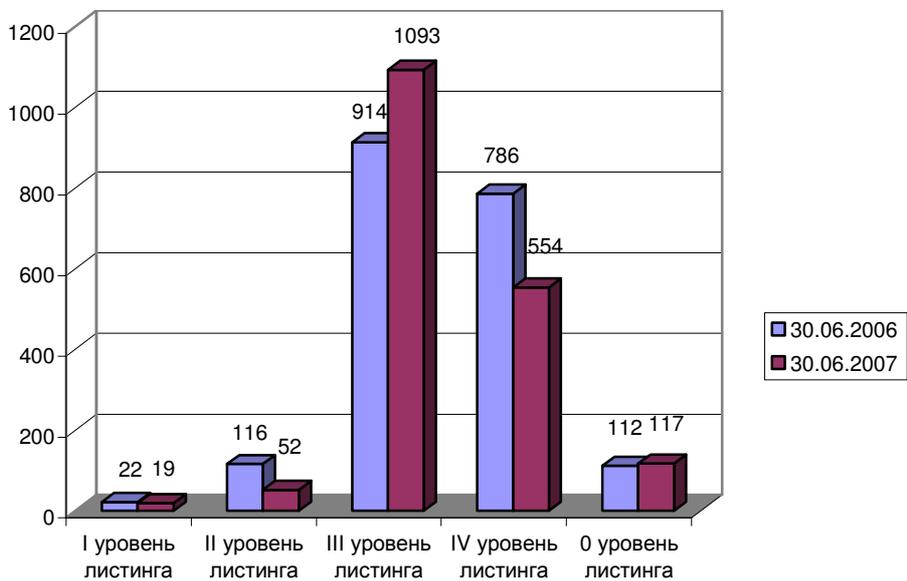
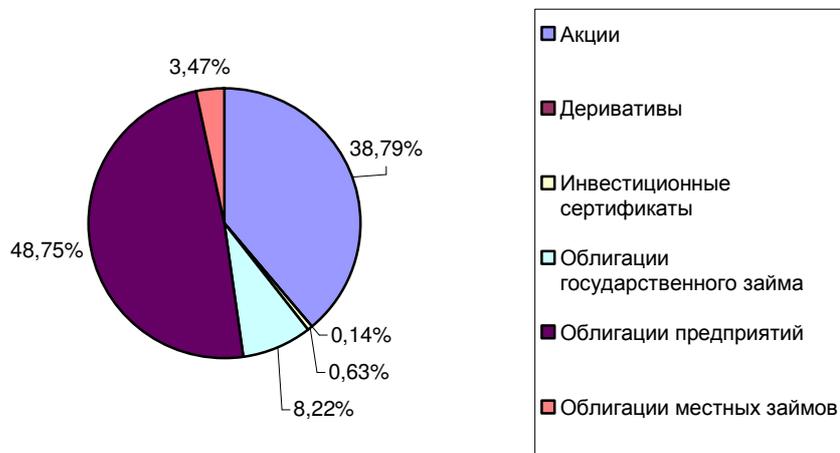


Рисунок 4.

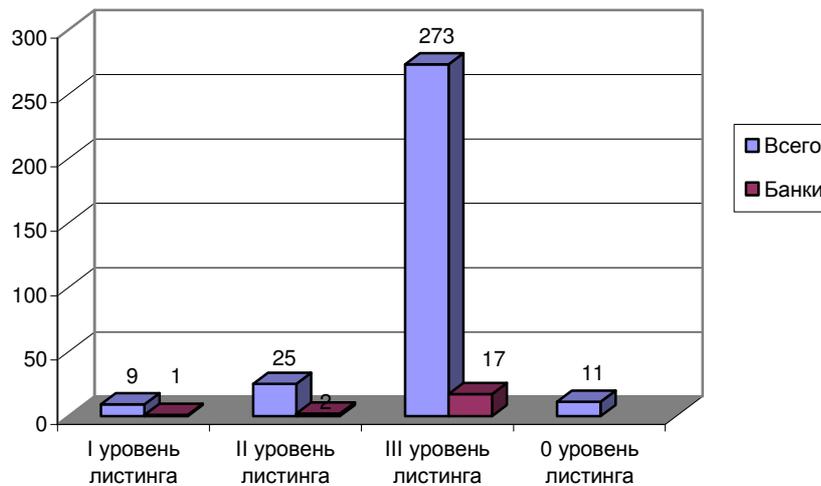
Структура торгов ценными бумагами за январь-июнь 2007 года, %



На рис. 5 показано количество компаний по уровню листинга, акции которых обращаются на рынке крупнейшего организатора торгов Украины. Как видим, банки занимают там далеко не наилучшее положение и даже не по количеству, а по качеству, ведь большинство из них отнесено к категории с достаточно невысокой ликвидностью акций.

Рисунок 5.

Количество компаний, акции вторичного размещения которых включены в листинг ПФТС



Проведенный выше анализ позволяет утверждать, что отечественный фондовый рынок соответствует требованиям, выдвинутым С. Валдайцевым при обосновании необходимости применения специальных методов оценки стоимости бизнеса. Однако, по нашему мнению, даже в случае высокой ликвидности рынка и акций объекта оценки, слепо использовать данные фондового рынка при определении справедливой рыночной стоимости бизнеса нельзя. Это объясняется сложностью механизма установления справедливой уравновешенной цены и разными условиями, в которых находятся инвесторы на фондовом рынке.

Стоимость любой ценной бумаги зависит от перспектив, ожидающих его в будущем, которые к тому же всегда не ясны. Любая дополнительная

информация относительно этих перспектив может привести к переоценке его стоимости. К такого рода информации относятся сведения о том, что один хорошо проинформированный инвестор пытается купить или продать некое количество ценных бумаг определенного вида по конкретной цене. Таким образом, одно предложение заключить сделку может стать стимулом для возникновения других предложений. Цены могут не только устанавливать рыночное равновесие, но и служить источником информации.

Выводы. Проведенное исследование позволяет сделать вывод, что основным видом стоимости, соответствующим требованиям наибольшего круга контрагентов, является рыночная стоимость. Этот показатель является наиболее обобщающим видом стоимости, который учитывает наибольшее количество факторов при своем определении и ориентирован на большой круг инвесторов. При этом автором было доказано, что использовать цену, сложившуюся на рынке товара, в качестве обобщающего показателя стоимости некорректно.

На сегодня значительная часть банков не являются открытыми, то есть их акции не могут оборачиваться на рынке из-за формы хозяйствования, акции лишь 20 банков оборачиваются на рынке вторичного размещения простых акций, однако сделки по ним заключаются очень редко, и они не имеют надлежащей ликвидности. Однако наибольшая проблема заключается в том, что сам рынок ценных бумаг в Украине не имеет надлежащей ликвидности и сегодня получить на нем справедливую рыночную цену невозможно. Даже применение специальных методов анализа фондового рынка не может исправить данное положение, поскольку технический анализ невозможно провести из-за непрозрачности рынка, а фундаментальный базируется на предположении, что ценная бумага не оборачивается на рынке, то есть ничем не отличается от подходов определения стоимости бизнеса, акции которого не оборачиваются на рынке.

Приведенные выше аргументы доказывают нерациональность слепого следования за рынком и обосновывают необходимость проведения глубинного анализа объекта оценки, а также необходимость применения специальных методов определения стоимости банковского бизнеса.

Литература

1. Антонов В. Скільки коштує акція? // Круглий стіл. – Квітень 2003. – №4 (7). – С. 23–25.
2. Валдайцев С. В. Оценка бизнеса и инновации. – М.: Информационно-издательский дом «Филинь», 1997. – 336 с.

3. Закон України № 133-V від 14 вересня 2006 р. «Про внесення змін до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного капіталу».
4. Закон України № 2658-III від 12 липня 2001 року «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні».
5. Інформаційна довідка щодо цінних паперів, які включені до лістингу на організаторах торгівлі, підготовлена департаментом моніторингу та стратегії розвитку фондового ринку за станом на 30.09.2006 р.// <http://www.ssmc.gov.ua/>
6. Коупленд Т., Коллер Т., Муррін Д. Стоимость компаний: оценка и управление: англ. – М.: Олимп-Бизнес, 1999. – 576 с.
7. Международные стандарты оценки / Г. И. Микерин, Н. В. Павлов. – М.: Интерреклама, 2003. – 384 с.
8. Постановою Кабінету міністрів України від 10 вересня 2003 року № 1440 Національний стандарт №1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав».
9. Українські фондові біржі: Проблемні питання і рекомендації // capital-markets.kiev.ua/files/stock_exchange_study_ukr.pdf.
10. Шарп У. Ф., Александер Г. Дж., Бэйли Дж. В. Инвестиции: Наукове видання: англ. – М.: Инфра-М, 1998. – 1028 с.

Статья поступила в редакцию 25 июня 2008 г.