

## **ПРОБЛЕМИ ОЦІНКИ РИНКОВОЇ ВАРТОСТІ ВЛАСНОГО КАПІТАЛУ БАНКУ**



**Роман ТИРКАЛО**



**Наталія ТКАЧУК**

*Розглянуто особливості витратного, порівняльного та доходного підходів ринкової оцінки вартості власного капіталу банку. Виявлено переваги та недоліки кожного з цих підходів, а також можливості їх використання вітчизняними банками. Обґрунтовано доцільність виділення балансової, економічної, ринкової та дійсної вартості власного банківського капіталу відповідно до використовуваних підходів оцінки його величини.*

*The peculiarities of the cost-based, comprehensive and earning approaches to the market evaluation of equity of bank capital has been considered. The advantage and disadvantages of each of these approaches, as well as opportunities of their usage by Ukrainian banks, are revealed. The expediency of the delineation of balance, economic, market and real value of equity of bank capital in accordance to the used approaches of the evaluation of its value is grounded.*

Комерційні банки є особливими учасниками фінансового ринку, що виконують посередницьку функцію в процесі залучення та розподілу грошових ресурсів, результативність виконання якої в значній мірі залежить від ступеня забезпеченості банківських установ власним капіталом. Основною фінансовою ціллю діяльності банків на ринку є максимізація вартості для їх акціонерів, засновників, власників, тобто нарощення акціонерного (власного) капіталу. Не слід забувати, що діяльність банків без-

посередньо пов'язана з концентрацією ризиків, відтак, досить важливим питанням постає достовірна оцінка вартості власного капіталу, в отриманні якої зацікавлені як самі банки, так і кредитори, інвестори, акціонери, біржі, рейтингові агентства та державні органи.

Значну увагу проблемам оцінки власного банківського капіталу в своїх працях приділяли такі вітчизняні та зарубіжні вчені-економісти, як: М. Алексеєнко, А. Вожжов, В. Кочетков, А. Мороз, Л. Примостка, В. Ко-

лесніков, О. Лаврушин, І. Пашковська, Ф. Мишкін, Дж. Сінкі, П. Роуз та ін. Переважна більшість робіт вказаних авторів зорієнтована на дослідженні балансової вартості власного капіталу в контексті визначення його сутності (різниця між активами та зобов'язаннями балансу банку). Варто відмітити, що В. М. Кочетков розглянув методологічні аспекти ринкової оцінки вартості банку як майнового комплексу з класифікацією факторів, що її формують та обґрунтуванням видів вартості банківських установ [1]. Але, на нашу думку, потребує більш глибокого, ґрунтовнішого вивчення питання особливостей підходів щодо ринкової оцінки саме власного капіталу банку, що й обумовило вибір теми, окреслило мету й завдання дослідження.

Зауважимо, що в попередніх працях ми розглянули специфіку розрахунку величини власного капіталу банку й акцентували увагу на необхідності визначення його ринкової вартості, що пов'язано безпосередньо з вимогами ринку та потребами ефективного менеджменту банку [2]. Тому, метою даного дослідження є виявлення особливостей, переваг і недоліків різних підходів щодо оцінки ринкової вартості власного банківського капіталу, їх порівняльний аналіз із врахуванням перспектив застосування вітчизняними банківськими установами.

Сучасний етап розвитку ринкової економіки вимагає активного формування інфраструктури оцінки, що, в першу чергу, передбачає створення необхідної законодавчої бази, розробку відповідних стандартів та методів оцінки активів, пасивів банківських установ зокрема та банківського бізнесу в цілому. Визначення ринкової вартості банківського бізнесу пов'язано також із такими особливостями функціонування банків, а саме:

- поєднанням традиційних функцій фінансового посередництва із

зростаючою роллю виробника фінансових послуг і продуктів;

- незначною часткою власного капіталу в сукупних пасивах (10–12%) із переважанням частки залученого капіталу;
- жорстким наглядом з боку Національного банку України за діяльністю банків (встановлення обов'язкових до виконання нормативів капіталу, ліквідності, резервування, валютної позиції, тощо);
- значною роллю в створенні вартості банківського бізнесу нематеріальних активів банку (системи управління, рівня кваліфікації персоналу, оргструктури тощо);
- високим рівнем ризику, який пов'язаний із структурою та якістю активів, пасивів і характером здійснюваних банком операцій.

Традиційно в оцінці ринкової вартості активів чи бізнесу використовуються три підходи: витратний, порівняльний і доходний. Застосування будь-якого із підходів передбачає використання певних методів і прийомів, базується на минулих досягненнях банку, його поточному становищі на ринку чи на очікуваних доходах на перспективу. Розглянемо більш детально сутність і особливості вищевказаних підходів для здійснення оцінки ринкової величини власного капіталу банку.

*Витратний підхід* передбачає сукупність методів визначення вартості об'єкта з врахуванням витрат на його відновлення й обумовлений відмінністю результатів балансової та ринкової оцінки активів і пасивів банку. Витратний підхід може реалізовуватись на практиці з використанням двох методів оцінки: методу чистих активів і методу ліквідаційної вартості.

Застосування методу оцінки вартості чистих активів ґрунтується на балан-

совій моделі й передбачає визначення ринкової вартості статей активів і пасивів. Оцінка ринкової вартості активів і пасивів зарубіжних банків набула свого поширеного розвитку у 60-х роках ХХ століття Система ринкової оцінки MVA (Market Value Accounting) базується на даних балансу та звіту про фінансові результати діяльності банківської установи на відповідну звітну дату. При цьому активи розглядаються як контрольовані банком ресурси, що є результатами його минулої діяльності й джерелом отримання доходів у майбутньому, а пасиви – як зобов'язання, що існують на даний момент і виникли в результаті минулих подій, виплати за якими визначаються ступенем їх економічної важливості для банківської установи [3, 4]. Тому, ринкова вартість власного капіталу банку визначається не рівнем доходності його акцій в обігу, а як різниця між ринковими вартостями всіх активів і зобов'язань банку на відповідний момент часу (чисті активи). Зауважимо, що застосування методу оцінки вартості чистих активів є можливим за умови дотримання банками таких вимог: наявності значних матеріальних активів, незначної трудомісткості пропонованих банківських продуктів і послуг, повноти відображення в балансі всіх активів і джерел їх формування тощо. Застосування витратного підходу оцінки ринкової вартості власного капіталу банку передбачає такі етапи:

1) нормалізація фінансової звітності банку відповідно до вимог Міжнародних стандартів фінансової звітності (МСФО);

2) розрахунок ринкової вартості статей активів і зобов'язань банку;

3) визначення ринкової вартості власного капіталу банку.

Метод оцінки ліквідаційної вартості може використовуватися у випадках

ліквідації банку при його банкрутстві, або тоді, коли поточні й прогнозні грошові потоки діяльності банку настільки низькі, що ліквідаційна вартість є близькою до дійсної вартості банку.

Таким чином, витратний підхід щодо оцінки ринкової вартості власного капіталу банку відображає всі затрати банківської установи з набуття й формування активів і зобов'язань, але не враховує при цьому майбутніх грошових потоків, які будуть генерувати ці активи та зобов'язання. Неабиякою проблемою залишається оцінка вартості прихованих чи неврахованих у балансі банку активів (особисті відносини з клієнтами) і зобов'язань (невраховані гарантії, векселі). Основний недолік даного підходу пов'язаний з проблемами перерахунку балансової вартості статей балансу банку в їх ринкову вартість; залишається невирішеним питання відсоткової ставки перерахунку: за курсом кредитора, позичальника чи відповідно до середньозваженої ставки? Крім того, на практиці в окремих випадках взагалі неможливо визначити реальну ринкову вартість деяких балансових статей банку, що зумовлює необхідність використання їх умовної оціночної величини.

*Порівняльний підхід* ринкової оцінки передбачає сукупність методів визначення вартості відповідних об'єктів оцінки на базі їх порівняння з аналогами, щодо яких є певна інформація про операції купівлі-продажу таких об'єктів на ринку. В залежності від цілей, об'єктів і конкретних умов оцінки порівняльний підхід передбачає використання наступних методів: метод угод, метод ринку капіталу, метод галузевих коефіцієнтів. Головною сутністю цих трьох методів порівняльного підходу оцінки є вибір об'єкта-аналога, збір інформації щодо його ринкової вартості та її коректування на основі системи коефіцієнтів, які й

відображають відмінність між об'єктом оцінки та його аналогом. При цьому можна виділити такі етапи оцінки ринкової вартості об'єкта:

1) збір необхідної інформації для процесу оцінки;

1) формування переліку аналогічних об'єктів оцінки;

2) фінансовий аналіз об'єкта оцінки;

3) розрахунок коефіцієнтів-мультиплікаторів;

4) вибір величини мультиплікатора;

5) визначення результативної величини ринкової вартості об'єкта оцінки.

За умов високорозвинутого фондового ринку використання порівняльного підходу щодо оцінки ринкової вартості банківських активів, пасивів та їх окремих складових є досить ефективним. Так, на основі даних котирувань декількох банків чи групи банків визначають середній коефіцієнт співвідношення ринкової вартості акцій та чистого прибутку на одну акцію банку ( $P/E$  ratio). Тоді ринкова оцінка акції ( $P_j$ ) банку ( $j$ ) буде визначатися за формулою:

$$P_j = \frac{P}{E} \times EPS_j \quad (1)$$

де  $EPS_j$  – чистий прибуток банку за рік на одну його акцію, що знаходиться у вільному обігу на ринку.

Якщо в якості бази порівняння використовувати галузевий чи груповий коефіцієнт співвідношення ринкової та балансової вартості акцій декількох банків, то ринкова вартість акціонерного капіталу банку ( $MVE_j$ ), що аналізується буде визначатися так [4, 55]:

$$MVE_j = \frac{P}{BV} \times BV_j \times N \quad (2)$$

де  $P$  – ціна акції,  $BV_j$  – балансова вартість акції банку  $j$ ,  $N$  – кількість акцій в обігу.

Нажаль, розрахунок таких показників із їх подальшим використанням для

ринкової оцінки акціонерного капіталу банків у вітчизняній практиці не проводиться. Головною причиною цього є нерозвиненість вітчизняного фондового ринку, що унеможлиблює вільне котирування банківських акцій і визначення їх ринкової вартості. Крім того, закритість та непрозорість вітчизняної банківської системи (переважання банків у формі закритих акціонерних товариств) обмежує можливості вкладників щодо отримання достовірної інформації про фінансовий стан банку, обсяги власного капіталу, його якісну характеристику та реальну фактичну величину. Зрозуміло, що все це призводить не лише до виникнення проблем якісного формування власного капіталу банків, а й робить неможливим застосування методів оцінки порівняльного підходу для визначення реальної ринкової вартості акцій більшості банків та величини сформованого їх власного капіталу. Проте, в якості порівняльних коефіцієнтів для вітчизняних банківських установ на сучасному етапі розвитку доцільним є використання коефіцієнтів ROE (рентабельність капіталу) та ROA (рентабельність активів), розрахованих для груп чи системи банків. Ми вважаємо, що доцільно запровадити обов'язкову процедуру лістингу акцій банків-відкритих акціонерних товариств на фондовому ринку, а також проводити щорічне уточнення ринкової вартості банківських акцій, що дозволить своєчасно виявити якісні та кількісні проблеми з капіталізацією банків. У вирішенні даної проблеми позитивним кроком є прийняття зміни до законодавства щодо установаження лише відкритої акціонерної форми організації новостворюваних банківських установ, з обов'язковим розміщенням їх акцій на відкритому фондовому ринку. Всі діючі банки (їх налічується більше 70) зобов'язані упродовж трьох років привести свою організаційно-правову

форму у відповідність з даними вимогами [5]. Безперечно, це буде сприяти забезпеченню належного рівня прозорості формування статутних капіталів банків, залученню до цього процесу широкого кола фізичних і юридичних осіб, а також розвитку вітчизняного ринку цінних паперів.

Враховуючи вищевикладене відмітимо, що перевагами порівняльного підходу щодо ринкової оцінки власного капіталу банку є: використання ринкової інформації про ціну банківських акцій і відображення реального попиту та пропозиції на відповідні банківські акції як об'єкт інвестування, що дає можливість інвестору вкладати кошти в той банк, який забезпечує оптимальне співвідношення між ціною інвестованих акцій, прогнозованим доходом і рівнем ризику. Серед суттєвих недоліків порівняльного підходу слід назвати такі [6, 70]:

- використання для бази розрахунку групових коефіцієнтів-мультиплікаторів ретроспективних даних (фінансових показників за минулу звітну дату);
- неможливість отримання достовірної всебічної фінансової інформації для здійснення порівняння оцінюваного об'єкта з об'єктом-аналогом;
- неврахування перспектив розвитку банку;
- необхідність проведення складних розрахунків, внесення певних коректувань для досягнення повноти порівняння вихідних і отриманих величин;
- неможливість застосування за умови відсутності розвинутого ринку банківських цінних паперів, статистичних даних щодо котирувань банківських акцій на біржі, інформації про злиття та поглинання банків, а також про результати оцінки різних банків.

*Доходний підхід* базується на прогнозуванні грошових потоків банків у перспективі їх приведення до теперішнього чи майбутнього періоду часу. Здійснюючи оцінку об'єкта за цим критерієм дохід розглядається як головний фактор, що формує величину його вартості. За інших рівних умов із збільшенням доходу, який приносить об'єкт оцінки, зростає відповідно і його вартість. В даному процесі велике значення має тривалість періоду отримання можливого доходу, рівень та види ризиків, які супроводжують цей процес. Отже, доходний підхід дає визначення теперішньої поточної вартості майбутніх доходів, які виникають в результаті використання активів. Варто відмітити, що даний підхід оцінки вартості банку та його акцій є найкращим для використання банками, які створені на базі нових технологій (Інтернет-банкінг, телефоний банкінг, віртуальні банки).

Доходний підхід оцінки ринкової вартості певного об'єкта передбачає застосування таких методів: метод дисконтування грошових потоків *DCF* (discounted cash flow), метод капіталізації, метод доданої економічної вартості. Використання цих методів оцінки залежить від двох факторів: поточного стану об'єкта на ринку та перспектив його розвитку на майбутнє.

Метод дисконтування грошових потоків (DCF) базується на припущенні, що вартість інвестицій в банк в цілому (чи в його акції) залежить від майбутніх вигод, які отримає інвестор, наприклад, від величини грошового потоку майбутніх доходів, дивідендів. Далі ці грошові потоки слід привести до еквівалентної поточної вартості з використанням ставки дисконту, яка залежить від необхідної для інвестора норми доходу на вкладені кошти. Нагадаємо, що ставка дисконту – це відсоткова ставка, яка використовується для перерахунку

майбутніх потоків доходів у єдину величину поточної вартості в процесі визначення ринкової вартості. При визначенні ставки дисконтування для банківських установ слід враховувати, в першу чергу, безризикову відсоткову ставку (ставку LIBOR, середньорічну ставку рефінансування НБУ) і фактори мінімальної доходності, інфляції, якості управління, фінансової структури, диверсифікації клієнтів банку, рівнів його рентабельності та стабільності.

Застосування методу дисконтування грошових потоків передбачає реалізацію таких послідовних етапів [6, 82]:

1) вибір моделі грошового потоку, яка цікавить інвестора й буде використовуватися далі;

2) визначення тривалості прогнозованого періоду;

3) аналіз поточних доходів банку та підготовка прогнозу майбутніх доходів;

4) аналіз витрат і прогноз майбутніх витрат;

5) аналіз інвестиційних потреб;

6) розрахунок характеристик грошового потоку для кожного року прогнозованого періоду;

7) обґрунтування ставки дисконтування;

8) розрахунок величини вартості в післяпрогнозний період;

9) розрахунок поточної вартості майбутніх грошових доходів;

10) аналіз чутливості оцінки вартості до зміни факторів зовнішнього середовища.

Використання методу дисконтування грошових потоків передбачає розмежування двох завдань із вибором відповідних моделей грошових потоків:

- оцінка ринкової вартості сукупного капіталу банку (грошовий потік для всього інвестованого капіталу), що ґрунтується на прогнозуванні та дисконтуванні вільного грошово-

го потоку (*FCF*), який генерується діяльністю банківської установи з певною структурою активів і пасивів;

- оцінка ринкової вартості акціонерного (власного) капіталу банку (грошовий потік для власного капіталу), яка базується на прогнозуванні та дисконтуванні залишкового грошового потоку "для акціонерів", тобто власного капіталу банку (*FCFE*).

В загальному вигляді формула визначення ринкової вартості об'єкта оцінки методом *DCF* має вигляд:

$$MV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{CF_t}{(1+k)^t} \quad (3)$$

де *MV* – ринкова вартість об'єкта оцінки,

*CF* – грошовий потік, що генерується об'єктом оцінки в період часу *t*,

*k* – ставка дисконтування.

Вільний грошовий потік для банку в цілому (*FCF*) складається із грошових потоків від операційної діяльності та інвестиційної діяльності банку й використовується для оцінки ринкової вартості банківського бізнесу. Хоча, на нашу думку, інвестиційна складова входить до операційної діяльності банку. Варто наголосити, що грошовий потік від операційної діяльності є по суті лише фінансовим результатом й не враховує амортизації основних фондів і нематеріальних активів банку. Ринкова вартість банку в цілому методом дисконтування грошових потоків буде визначатися таким чином [4]:

$$MV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} \quad (4)$$

де *FCF* – чистий грошовий потік банку;

*WACC* – середньозважена вартість капіталу банку.

Як бачимо, при оцінці ринкової вартості банку в цілому з використанням

методу *DCF* ставка дисконтування ( $k$ ) фактично дорівнює середньозваженій вартості капіталу банку – *WACC*. Нагадаємо, що розрахунок *WACC* здійснюється як середньозважена величина альтернативних вартостей джерел фінансування банку:

$$WACC = \sum_{j=1}^n z_j \times r_{jt} \quad (5)$$

де  $z_j$  – частка  $j$ -го джерела фінансування банку в сукупних його пасивах у момент часу  $t$ ;

$r_{jt}$  – вартість обслуговування  $j$ -го джерела фінансування, % річних;

$n$  – кількість джерел фінансування у відповідності зі структурою пасивів банку в період часу  $t$ .

Варто наголосити, що показник  $r_j$  має подвійну природу: з позиції банку, для якого розраховується середньозважена вартість капіталу,  $r_j$  – це коефіцієнт, який характеризує середні витрати обслуговування  $j$ -го джерела фінансування (виплати відсотків за кредитами, облігаціями, дивідендів акціонерам тощо) і в розрахунках необхідно використовувати його фактичні значення; з позиції інвесторів  $r_j$  – це рівень доходності його вкладень у банківські акції, тому в прогнозних розрахунках середньозваженої вартості капіталу банку слід використовувати моделі прогнозування значень коефіцієнта  $r_j$ , скореговані відповідно до змін рівнів доходності в майбутньому основних ринкових інструментів залучення капіталу банком на фінансовому ринку.

Обчислення ринкової вартості власного капіталу банку методом дисконтування грошових потоків передбачає визначення грошового потоку для власного капіталу з наступним його дисконтуванням згідно формули (1). Як і для сукупного банківського капіталу, в процесі оцінки ринкової вартості власного капіталу методом *DCF* першочерговим

кроком є визначення вільного грошового потоку “для акціонерів” (*FCFE*), який крім грошових потоків від операційної діяльності та інвестиційної діяльності банку включає також фінансову складову – грошовий потік від фінансової діяльності банку. Визначення вільного грошового потоку *FCFE* базується на даних звіту про фінансові результати банку за звітний період і реально представляє собою суму дивідендів, яка буде виплачена акціонерам банку. На думку Т. Коупленда і Т. Коллера вільний грошовий потік для акціонерів включає такі складові: виплачені дивіденди, потенційні суми дивідендів, кошти від операцій з викупу акцій банком за вирахуванням інвестицій у нововипущені акції, які придбані акціонерами [7, 502]. Ринкова вартість власного капіталу банку методом дисконтування грошових потоків буде визначатися так:

$$MVE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFE}{(1+k_e)^t} \quad (6)$$

де *MVE* – ринкова вартість власного капіталу банку;

*FCFE* – вільний грошовий потік “до акціонерів” банку,

$k_e$  – бажана доходність інвестиційних вкладень у банк.

Для оцінки ринкової вартості власного капіталу банку, який виплачує стабільно дивіденди своїм акціонерам можна скористатися простим добутком ринкової вартості акції ( $p_i$ ) такого банку та їх кількості в обігу ( $N$ ):  $MVE = p_i \times N$ . При цьому для визначення ринкової вартості однієї акції банку в обігу застосовують формулу Гордона, яка, по суті, є спрощеним представленням вільного грошового потоку *FCFE* [8]:

$$p_i = \frac{d \times EPS_1}{k_e - g} \quad (7)$$

де  $EPS_1$  – чистий прибуток на одну акцію банку,

$d$  – частка чистого прибутку банку, що використовується на виплату дивідендів,  
 $g$  – очікувані темпи зростання банківського прибутку.

Поширеним у зарубіжній практиці банківських аналітиків є визначення дійсної ринкової вартості банківських акцій на базі використання нескінченної форми моделі дисконтування дивідендів, яка передбачає, що надходження акціонерам будуть зростати з темпом росту ( $g$ ), рентабельність власного капіталу ( $ROE$ ) буде постійною й співвідношення власного та залученого капіталів залишиться незмінним, відповідно й балансова вартість власного капіталу також буде зростати з темпом ( $g$ ). Відтак, ринкова вартість банківських акцій визначається шляхом сумування майбутніх дивідендних виплат за акціями, дисконтованих за вартістю власного капіталу [9, 379]:

$$p_i = BVE \times \left( \frac{ROE - g}{COE - g} \right) \quad (8)$$

де  $BVE$  – балансова вартість власного капіталу згідно балансу банку,

$ROE$  – прибутковість власного капіталу банку,

$COE$  – очікуваний прибуток акціонерів, тобто вартість власного капіталу банку ( $Cost\ of\ equity$ ).

Коефіцієнт співвідношення ринкової та номінальної вартості банківської акції виходячи з формули (4) буде розраховуватися наступним чином:

$$k = \frac{ROE - g}{COE - g}, \quad (9)$$

а коефіцієнт виплат дивідендів – так:

$$d = 1 - \frac{g}{ROE}. \quad (10)$$

Якщо фактичний коефіцієнт виплат ( $d'$ ) менший за вище розрахований ( $d$ ), тоді це є свідченням зменшення співвідношення залученого та власного капіталу й зниження прибутковості

власного капіталу, відповідно фактична вартість дисконтованих дивідендів буде нижчою за їх оціночну вартість, а ринкова вартість буде меншою від вартості, розрахованої на основі моделі нескінченності. За умови перевищення дійсного коефіцієнта виплат ( $d'$ ) його розрахованого значення ( $d$ ), буде зростати, як співвідношення залученого та власного капіталу, так і прибутковість власного капіталу (зменшується база власного капіталу відносно прибутку). Такий стан не може продовжуватися довго, оскільки діють реальні обмеження – вимоги регулюючих органів щодо адекватності регулятивного й достатності основного капіталів.

У випадках, коли рентабельність власного капіталу ( $ROE$ ) менша за вартість власного капіталу ( $COE$ ), банк повинен нарощувати власний капітал шляхом збільшення ринкової ціни акції, тобто через виплату всієї суми прибутку акціонерам у формі дивідендів. Якщо ж показник  $ROE$  буде дорівнювати значенню показника  $COE$ , то це свідчатиме про те, що коли приріст знизиться до нуля, то номінальна вартість в цей момент і буде реальною величиною власного капіталу.

Використання методу капіталізації при визначенні ринкової вартості власного капіталу стає можливим за умови дотримання стабільності (зростання чи зниження) величини грошового потоку банку в довгостроковому періоді. Так як і інші методи доходного підходу оцінки ринкової вартості об'єкта, метод капіталізації базується на твердженні, що вартість об'єкта оцінки пропорційна майбутнім доходам, які цей об'єкт принесе.

В загальному застосування методу капіталізації передбачає такі етапи:

1) аналіз фінансової звітності, її нормалізація чи трансформація;



2) оцінка величини капіталізованого прибутку (грошового потоку);

3) розрахунок адекватної ставки капіталізації;

4) визначення ринкової вартості об'єкта оцінки.

Формула для визначення ринкової вартості власного капіталу банку за даним методом оцінки має такий вигляд [4, 59]:

$$MVE = \frac{\overline{CF}}{I} \quad (11)$$

де  $\overline{CF}$  – середньорічний грошовий потік,  
 $I$  – ставка капіталізації.

Зауважимо, що ставка капіталізації – це величина обернена до коефіцієнта капіталізації. Загальна ставка капіталізації визначається як відношення чистого прибутку до вартості об'єкта оцінки. Для оцінки ринкової вартості власного капіталу ставка капіталізації є результатом співвідношення вільного грошового потоку  $FCFE$  і вартості власного банківського капіталу. Аналогічно ставка капіталізації для залученого (позиченого) капіталу – це відношення суми щорічних виплат за такими коштами до їх вартості.

У випадку застосування методу капіталізації для визначення ринкової вартості об'єкта ставка капіталізації, зазвичай, розраховується на базі ставки дисконту шляхом її зменшення на очікувані середньорічні темпи зростання прибутку або грошового потоку ( $g$ ):  $I = k - g$  [6, 108]. Економічний зміст ставки дисконтування полягає в тому, що вона є бажаною нормою доходності інвесторів на вкладений капітал із врахуванням рівнів ризику об'єкта інвестування. Розрахунок очікуваної інвестором доходності базується на аналізі ризику інвестування в банківські акції, а також інших ризиків, пов'язаних з отриманням очікуваного грошового доходу в умовах нестабільності (зміна валютного курсу, процентних ставок на ринку, інфляції тощо). Відтак, між ставкою капіталізації

та ставкою дисконтування як нормою доходності існує тісний зв'язок:

- ставка капіталізації дорівнює ставці дисконту ( $I = k$ ), що свідчить про незмінність у часі вартості об'єкта оцінки та його прибутку, а повне повернення початково вкладеного капіталу відбувається на кінець інвестиційного періоду;
- ставка капіталізації перевищує ставку дисконтування ( $I > k$ ), за такої ситуації відбувається зменшення доходу за час володіння вкладеними коштами, тому повне відтворення інвестованого капіталу на момент завершення інвестиційного періоду стає неможливим;
- ставка дисконтування перевищує ставку капіталізації ( $k > I$ ), що призводить до відповідного збільшення доходу за час інвестування капіталу, але розміри щорічного прибутку не забезпечать очікувану норму доходності, оскільки частина його буде отримана лише по завершенню інвестиційного періоду.

Зрозуміло, що ставка капіталізації повинна бути дещо нижчою від ставки дисконтування, що й підтверджується практикою.

Доцільно відмітити, що використання методу капіталізації для визначення ринкової вартості власного капіталу банку чи іншого об'єкта пов'язано з певними обмеженнями: нерівномірністю отримання доходу, інфляцією, нестабільністю курсів валют. Тому високий ступінь ефективності застосування даного методу стає можливим за умови постійності чи регулярності зміни величини доходу упродовж усього строку функціонування банківської установи.

Метод економічної доданої вартості (*Economic value added – EVA*) оцінки ринкової вартості капіталу банку, розроблений компанією Stern Stewart&Co, дозволяє розрахувати для кожного періоду часу додану вартість, створену банківською установою за відповідний період часу, яка визначається ефективністю використання

активів банком (рентабельність активів –  $ROA$ ) і середньозваженою вартістю сукупного банківського капіталу –  $WACC$  (вартістю обслуговування всіх складових пасивів банку). Економічна додана вартість за даним методом розраховується таким чином [4, 64]:

$$EVA_t = (ROA_t - WACC_t) \times C_{t-1} \quad (12)$$

де  $C_{t-1}$  – сукупний капітал банку за попередній період.

Тоді, ринкова вартість банківського капіталу з врахуванням економічної доданої вартості, створеного банком за відповідний проміжок часу (5), буде обчислюватися за формулою:

$$MVE = C + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \quad (13)$$

де  $C$  – сукупний капітал банку.

Економічна додана вартість, створена власним капіталом банку за період часу  $t$  визначається згідно моделі Ольсона – ЕВО за формулою [4]:

$$EVA_{et} = (ROE_t - k_{et}) \times E_{t-1} \quad (14)$$

де  $EVA_t$  – економічна додана вартість, створена власним капіталом банку за період часу  $t$ ,

$ROE_t$  – рентабельність власного капіталу в період часу  $t$ ,

$k_{et}$  – вартість обслуговування власного капіталу, тобто очікувана акціонерами норма доходності на вкладений капітал в період  $t$ ,

$E_{t-1}$  – величина власного капіталу банку за попередній період.

Ринкова вартість власного капіталу з врахуванням створеної ним доданої вартості (7) буде розраховуватися так:

$$MVE = E + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{EVA_{et}}{(1+k_e)^t} \quad (15)$$

Зауважимо, якщо показник економічної доданої вартості ( $EVA$ ) додатний, то банк розвивається та функціонує нормально, за умови набуття даним показником від'ємного значення, це буде свідченням

погіршення фінансової стійкості банку. Показник ( $EVA$ ) характеризує створену додану вартість для сукупного банківського капіталу (5), тому і значення середньозваженої вартості капіталу банку ( $WACC$ ) у формулі (6) визначає необхідний рівень доходності на вкладений капітал, тобто є ставкою дисконтування. Показник економічної доданої вартості в моделі Ольсона ( $EVA_e$ ) у формулі (7) дозволяє нам достовірно оцінити додану вартість, створену лише власним капіталом банку, тому в якості коефіцієнта дисконтування використовується показник  $k_e$ , який відображає мінімальний рівень доходності власного капіталу.

Отже, використання методу доданої економічної вартості при визначенні ринкової вартості власного капіталу банку дає змогу аналітикам: здійснити оцінку ефективності використання власного капіталу банком, провести аналіз інвестиційних проектів, визначити стратегічні цілі діяльності банку, налагодити інформаційний обмін з акціонерами та інвесторами банківської установи.

Розглянувши основні підходи щодо оцінки ринкової вартості власного капіталу доцільним є, на наш погляд, провести розмежування понять результативних показників вартості власного капіталу банку відповідно до методів, які використовувались для його оцінки. Отже, можна виділити чотири різновиди вартості власного банківського капіталу: балансова, економічна, ринкова та дійсна вартості. Балансова вартість є вартістю власного капіталу, яка зазначена у балансі банку, розрахунок якої ґрунтується на загальноприйнятих правилах і нормах стандартів бухгалтерського обліку. Економічна вартість власного капіталу банку визначається як різниця між ринковими вартостями його активів і зобов'язань за відповідний період часу, тобто базується на використанні методів витратного підходу їх оцінки. Ринкова вартість власного банківського капіталу є результатом за-

стосування порівняльного підходу оцінки й базується на визначенні ринкової ціни акції банку на фондовому ринку з врахуванням їх кількості в обігу. Використання доходного підходу оцінки (особливо методу дисконтування грошових потоків) дає можливість отримати дійсну вартість власного капіталу банку, яка враховує майбутнє зростання його вартості.

*Підсумовуючи вищевикладене приходимо до таких висновків і узагальнень.*

По-перше, оцінка ринкової вартості сукупного та власного капіталу банку на практиці може здійснюватися з використанням трьох розглянутих нами підходів (витратного, порівняльного та доходного), кожен із яких дозволяє підкреслити певні характеристики об'єкта оцінки, тому задля отримання найоб'єктивніших інвестиційних рішень доцільним є їх спільне застосування з врахуванням відповідних методів оцінки та потреб банківського менеджменту.

По-друге, витратний підхід краще використовувати для оцінки ринкової вартості об'єктів на пасивних ринках, де відсутня інформація щодо операцій купівлі-продажу аналогічних об'єктів; порівняльний підхід особливо ефективний за наявності активно діючого ринку співставних об'єктів, фінансових інструментів; доходний підхід має найбільш широке застосування в силу своєї універсальності та гнучкості, оскільки дозволяє враховувати зміни цін, інвестицій, доходів і ризику, що особливо важливо, як для емітента, так і для інвестора, але його методи оцінки ринкової вартості об'єктів є досить складними, трудомісткими, вимагають високого рівня знань, вміння і професійного досвіду.

По-третє, у світовій практиці найбільш визнаним методом оцінки ринкової вартості об'єктів є метод дисконтування грошових потоків, який базується на аналізі ризику інвестування, а також ризиків, пов'язаних із отриманням майбутнього грошового потоку

в нестабільних умовах зовнішнього середовища. Застосування методу дисконтування грошових потоків у визначенні ринкової вартості власного чи сукупного капіталу вітчизняних банків потребує досконалого вивчення зарубіжного досвіду з врахуванням реалій українського фондового ринку та особливостей розвитку економіки в цілому.

### Література

1. Кочетков В. М. *Сутність та методологічні аспекти ринкової оцінки вартості банку // Проблеми і перспективи розвитку банківської системи України: Збірник наукових праць. Т. 19. – Суми: УАБС НБУ, 2007. – С. 17–23.*
2. Ткачук Н. М. *Специфіка визначення величини власного капіталу банку // Вісник ТАНГ. – 2005. – № 4. – С. 34–45.*
3. Пашковская И. В. *Рыночная стоимость активов и обязательств коммерческих банков (модели определения в экономически развитых странах) // Банковские услуги. – 1999. – № 11–12. – С. 3–7.*
4. Никонова И. А., Шамгунов Р. Н. *Стратегия и стоимость коммерческого банка. – 2-е изд. – М.: “Альпина Бизнес Букс”, 2005. – 304 с.*
5. Закон України “Про внесення змін і доповнень до деяких законодавчих актів України щодо форми створення банків та розміру статутного фонду” № 133 – V від 14.09.2006 р. – [www.liga.net](http://www.liga.net).
6. Иванов А. П. *Финансовые инвестиции на рынке ценных бумаг. – М.: Издательско-торговая компания “Дашков и К”, 2004. – 444 с.*
7. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. *Стоимость компаний: Оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2002. – 576 с.*
8. [http://pages/stern/nyu/edu/adamodar/](http://pages.stern.nyu.edu/adamodar/)
9. Фрост Стівен М. *Настольна книга банківського аналітика: Гроші, ризику і професійні прийоми / Пер. з англ.; За наук. ред. М. В. Рудя – Дніпропетровськ: Баланс Бізнес Букс, 2006. – 672 с.*