

## ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ В БАНКОВСКОМ СЕКТОРЕ

### APPROACHES TO THE ASSESSMENT OF MERGER AND ACQUISITION EFFICIENCY IN THE BANKING SECTOR

*N. Demchenko*

#### Annotation

Today the Russian banking sector endures the important period of the development. Increase of level of concentration of the capital, competition strengthening, increase of requirements to sufficiency of a banking capital induce banks to be reconstructed, increase the competitiveness. One of solutions of this task are the bank merges/absorption forming an important segment of the bank market. In this article the main approaches to an assessment of efficiency of merge and acquisition are considered.

**Keywords:** Return on investment model, Bank Value, terminal value, FCF future cash flow, net income, depreciation, RCA required capital addition, adjusted book value, premium to book value.

*Демченко Наталья Леонидовна*

*К.э.н., доцент кафедры банковского дела,  
Всероссийской государственной  
налоговой академии*

#### Аннотация

Сегодня российский банковский сектор переживает важный период своего развития. Повышение уровня концентрации капитала, усиление конкуренции, возрастание требований к достаточности банковского капитала побуждают банки перестраиваться, повышать свою конкурентоспособность. Одним из путей решения этой задачи являются банковские слияния/поглощения, образующие важный сегмент банковского рынка. В данной статье рассмотрены основные подходы к оценке эффективности сделок слияния и поглощения.

#### Ключевые слова:

Доходность на инвестиции, цена (или стоимость) банка, конечная стоимость, инвестиций будущий денежный поток, чистый доход, амортизация, требуемое увеличение капитала, скорректированная балансовая стоимость банка, премия (надбавка) за слияние.

**Б**анковские слияния и поглощения, реализуемые по различным сценариям, могут сопровождаться как чистыми рисками, так и шансами. Причем именно в банковских слияниях и поглощениях крайне трудно различить ситуации формирования негативных или позитивных целевых установок и результатов, чистых рисков или шансов.

Слияния и поглощения, в том числе банковские или с участием банков, следует рассматривать в комплексе факторов и условий формирования неопределенности и соответственно рисков. Важно при этом иметь в виду, что процессы слияний и поглощений, их результаты и целевые установки, инструменты достижения целевых установок с позиций риск-менеджмента многочисленны и разнообразны. Они составляют систему, классифицируются по определенным признакам и рассматриваются в качестве важнейшего компонента корпоративных стратегий развития.

Оптимизация инструментария риск-менеджмента, определение возможностей применения в тех или иных случаях стандартных методов и инструментов управления рисками требуют большей детализации и конкретизации рисков. Это достигается классификацией рисков, выделением классификационных признаков и формированием кластеров рисков (Таблица 1).

У банков и иных участников процессов слияний и поглощений под воздействием региональных факторов мо-

гут образоваться специфические риски, связанные с функциональностью систем производственной инфраструктуры, поддержанием трудоспособности персонала, графиком работы организаций, развитием филиальной сети, информационным обеспечением.

Анализ мирового опыта влияния слияний и поглощений на финансовое состояние акционеров и капитализацию поглощающих и поглощаемых банков показал, что акционеры поглощаемых банков получают от слияний и поглощений существенный выигрыш. Цены их акций возрастают на 20–30% при низких значениях в стартовый период. Акционеры поглощающих банков в результате слияний и поглощений получают гораздо более низкий (не более 2%) рост цен своих акций [5].

Сделки слияний и поглощений могут рассматриваться как факторы шансов, способствующие расширению рынков (новые территории при горизонтальной интеграции и новые направления деятельности – при конгломеративных слияниях и поглощениях), повышению эффективности каналов товародвижения (сокращение организационно-управленческих затрат, усиление конкурентных преимуществ). Стратегические слияния и поглощения направлены на достижение синергетического эффекта в самых разнообразных формах.

Вместе с тем для процессов слияний и поглощений характерен комплекс рисков в сфере менеджмента, персонала, рыночных отношений, репутации, выполнения нормативных требований.

Таблица 1. Классификация рисков банковских слияний и поглощений [6]

№ п/п	Классификационный признак	Виды банковских рисков
1.	Характер организации слияний и поглощений	1. риски равноценных слияний 2. риски неравноценных слияний 3. риски присоединений 4. риски поглощений
2.	Инициация слияний и поглощений	5. риски слияний и поглощений при инициации присоединяющей стороны 6. риски слияний и поглощений при инициации присоединяемой стороны 7. риски слияний и поглощений при инициации третьей стороны (АСВ, посредники, санаторы)
3.	Целевая установка присоединяющей структуры	8. риски и шансы сфер деятельности, клиентской базы, проектов 9. риски и шансы маркетинга и репутации
4.	Целевая установка присоединяемой структуры	10. риски и шансы эффективности менеджмента, репутации, партнерских отношений 11. риски организационной структуры и персонала 12. шансы адекватности нормативам банковского надзора
5.	Организационная мотивация слияний и поглощений	13. риски и шансы добровольного взаимозаинтересованного слияния 14. риски и шансы односторонне иницируемого слияния и поглощения 15. риски принудительного поглощения
6.	Носители рисков слияний и поглощений	16. риски и шансы поглощающей структуры 17. риски и шансы поглощаемой структуры 18. риски и шансы контрагентов поглощающей структуры 19. риски и шансы контрагентов поглощаемой структуры 20. риски и шансы внешних структур
7.	Результат слияний и поглощений	21. риски и шансы достижения синергического эффекта 22. риски недооценки последствий 23. риски и шансы совершенствования организационной структуры и управления персоналом 24. риски смены политических приоритетов и потери части клиентов

Слияния и поглощения нередко не дают предполагаемого эффекта, не создают дополнительную стоимость для собственников и менеджмента банков–покупателей и банков–цели, хотя требуют значительных затрат на эти сложные процессы.

Особые риски возникают в конгломеративных слияниях и поглощениях, в результате которых объединяются банки и небанковские кредитно–финансовые организации (инвестиционные и страховые компании, брокерские фирмы, негосударственные пенсионные фонды и иные). К этому же типу слияний и поглощений относится создание банками финансово–промышленных групп. Для банков этот тип слияний и поглощений чреват формированием и реализацией специфической модификации рисков, связанных с выдачей кредитов проблемным заемщикам под проблемные проекты в самых разных вариантах.

Зарубежный опыт банковских слияний и поглощений показывает своеобразную ситуацию, когда зачастую риски и шансы почти балансируются. Сравнительный анализ числа и объемов удачных и неудачных банковских

слияний и поглощений показывает, что первых ненамного больше, несмотря на их очевидную общественную полезность [5].

Для России характерна значительная специфика процессов слияний и поглощений. Она состоит в слабости контроля регулирующих государственных органов за процессами слияний и поглощений; сравнительно низком использовании в процессах слияний и поглощений инструментов фондового рынка; непрозрачности структуры собственности банков и концентрации в одних руках значительно большего пакета акций по сравнению с западными банковскими структурами [7].

Эти особенности, дополненные активным использованием административного ресурса и вне рыночных коррупционных методов в процессах слияний и поглощений, относят их к высокорискованным операциям. Это подтвердил последний финансово–экономический кризис. Если в 2007 г. объем сделок слияний и поглощений в России составлял 128 млрд. долл. США, то в 2010 г. он упал до 49,5 млрд. долларов США, или в 2,6 раза (рис. 1.1). Технический анализ динамики рынка слияний и по–

глощений в России четко выписывает чарт "голова-плечи". Это означает, что в посткризисный период российские банки будут с осторожностью относиться к слияниям и поглощениям. Это вполне обоснованно. Банковский риск-менеджмент пока находится в состоянии ожидания восстановления мировой и российской экономики, осуществления государственной программы приватизации, накопления банками ликвидности, развития финансового рынка.

С целью принятия обоснованного решения по поводу стоимости банка в процессе слияния или поглощения особое внимание уделяется балансовой модели, оперирующей конкретными данными финансовой отчетности банка, и доходной модели, основанной на использовании метода дисконтирования денежных потоков (ДДП).

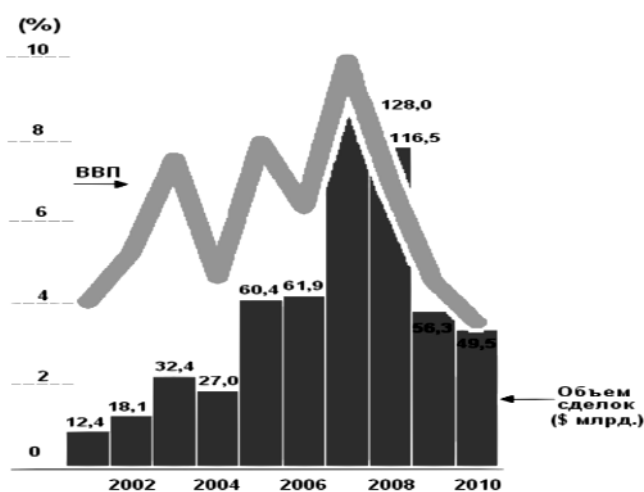


Рисунок 1. Динамика рынка слияний и поглощений в Российской Федерации [7]

Доходная модель или модель доходности на инвестиции (Return on Investment Model), рассматривая приобретение банковской фирмы как инвестицию, определяет собственный капитал банка как величину будущих выплат акционерам (инвесторам), которые продисконтированы по средней взвешенной стоимости капитала.

Так, согласно доходной модели, цена (или стоимость) банка, которую готов заплатить инвестор, представляет собой приведенную стоимость всех будущих доходов, доступных инвестору.

$$\text{Bank Value} = PV \quad (1)$$

[Ожидаемый доход, доступный банку]

Используя доходную модель для оценки банка, необходимо учитывать величину ожидаемых доходов, доступных инвесторам, волатильность таких доходов, продолжительность их получения во времени или долговечность, а также определенность того, что такие доходы будут по-

лучены, а также уровень дисконта.

Одной из проблем, возникающих при использовании данной модели, является определение конечной стоимости (terminal value) инвестиций, или так называемой "стоимости спасенного имущества". На практике стоимость банка для инвестора представляет собой сумму приведенной стоимости будущих доходов  $PV_n$  и конечной стоимости инвестиций  $TV_n$ .

$$\text{Bank Value} = PV_n + TV_n \quad (2) \quad [1]$$

При некоторых условиях, ожидаемый будущий доход, доступный инвесторам, может быть определен как будущий денежный поток FCF (Future Cash Flow):

$$FCF = NI + D - RCA, \quad (3) \quad [1]$$

где NI (net income) – чистый доход, D (depreciation) – амортизация, RCA (required capital addition) – требуемое увеличение капитала.

Как только происходит покупка банка-цели, инвесторы наверняка будут пытаться минимизировать его капитал, что позволит увеличить доходность на их вложения (приобретенные обыкновенные акции банка-покупателя). Следовательно, показатель RCA может быть определен как:

$$RCA = [(NI_t + TE_{t-1}) / TA_t - C/A] * TA_t + N/E, \quad (4) \quad [1]$$

где NI – чистый доход; TE – общее число существующих обыкновенных акций в обращении, TA – прирост совокупных активов, C/A – требуемое соотношение капитал/активы, NE – новые акции, выпущенные в обращение.

Игнорируя затраты на амортизацию, как незначительные для банков, а также и объем вновь выпущенных акций, получим величину будущего денежного потока:

$$FCF_t = NI_t - [(NI_t + TE_{t-1}) / TA_t - C/A] * T_{at}, \quad (5) \quad [2]$$

Продолжительность жизненного цикла банка, как правило, неизвестна или неопределенна, следовательно, для инвесторов достаточно сложно точно установить конечную стоимость вложений в его приобретение. Подход, позволяющий определить приблизительную величину конечной стоимости банка, основан на использовании математической модели для определения потока будущих доходов. Исходя из того, что величина потока будущих доходов увеличивается в постоянной пропорции g, а r – ставка дисконта, конечную стоимость банка можно определить как:

$$TV_t = FCF_{n+1} / (r-g), \quad (6) \quad [4]$$

Таким образом, проблема определения стоимости банка с помощью доходной модели может быть разделена на две части: первую, которая дает подробную оценку будущих денежных потоков и вторую, которая предусматривает рост стабильных Доходов в установленной пропорции в течение неопределенного периода времени:

$$\text{Bank Value} = \left[ \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+r)^t} + \frac{TV}{(1+r)^n} \right] \quad (7) \quad [4]$$

Если предположить, что стабильный доход банка-цели будет расти в постоянной пропорции  $g$ , тогда стоимость банка определяется как:

$$\text{Bank Value} = \left[ \frac{FCF_1}{(r-g)(1+r)} + \frac{FCF_{n+1}}{(1+r)^n} \right] \quad (8) \quad [4]$$

Стоимость, определяемая как дисконтированный денежный поток, является наилучшей характеристикой, поскольку в ней учитывается полная информация о деятельности банка.

Однако, с учетом особенностей российской практики оценки банков – участников сделок слияний и поглощений, в условиях нестабильности экономической среды и существенных затруднений в выборе ставки дисконтирования прогнозирование потоков денежных средств является весьма сложной задачей с низкой степенью достоверности на долгосрочный период. Вместе с тем, игнорировать этот метод, равно как и другие методы оценки банка, используемые в зарубежной практике, было бы неправильным.

В практике банковского анализа также часто используется балансовая модель определения стоимости банковских акций (book value model). Балансовая Модель получила значительное распространение в западных странах, поскольку она достаточно проста и удобна для проведения оценки банков, участвующих в слияниях и поглощениях.

Согласно балансовой модели, стоимость акций банка равна стоимости акционерного капитала, отраженной в балансе банка, деленной на количество выпущенных в обращение акций. Акционеры приобретающего банка выплачивают акционерам банка-цели определенную сумму в виде премии (надбавки) за слияние в качестве компенсации за участие в сделке. Премия (надбавка) за слияние (premium to book value) уравнивает цену за акцию, предложенную акционерам банка-цели ( $MP_t$ ), и балансовую стоимость акции банка-цели ( $BV_t$ ):

$$\text{Premium to Book Value} = (MP_t - BV_t) / BV_t * 100\% \quad (9) \quad [1]$$

Для того, чтобы использовать балансовую модель в оценке банка, необходимо, во-первых, вычислить среднюю премию слияния, предложенную при недавно состоявшейся сделке, в которой участвовали банки со схожими параметрами, и, во-вторых, экстраполировать результат на рассматриваемый нами банк – цель слияния.

Таким образом, мы определяем цену слияния ( $P_{bv}$ ) как:

$$P_{bv} = [MP_t / BV_t]_{avg} * BV_t \quad (10) \quad [1]$$

Условия сделки слияния также рассматриваются с точки зрения установления курса обмена акций или нового соотношения ( $v$ ), определяющего количество акций банка-покупателя, которое получают акционеры банка-цели за каждую свою акцию:

$$e = P_{bv} / MP_a = BV_t * (1 + \text{Premium to BV}) / MP_a \quad (11) \quad [3]$$

где  $MP_a$  – рыночная цена за акцию банка-покупателя.

Процедура оценки банка с использованием балансовой модели имеет ряд недостатков. Несмотря на множество регулятивных требований со стороны органов надзора, а также требований к правилам ведения бухгалтерского учета и составления отчетности, применяемых к кредитным организациям, очень сложно определить, какая часть балансовой прибыли, например, теряется в результате изменения процентных ставок на рынке, колебания доходности на рынке ценных бумаг, курса национальной валюты по отношению к иностранной, предвидеть финансовый результат по незавершенным сделкам. Поэтому, наиболее очевидным является то, что балансовая модель не учитывает реальную стоимость банковских активов, и полностью игнорирует возможные риски.

Так как мы определили, что отклонение балансовой стоимости банковского капитала от его реальной экономической стоимости довольно значительно, было бы правильным определять скорректированную балансовую стоимость (adjusted book value) банка-цели слияния, для того, чтобы верно определить величину такого отклонения.

Скорректированная балансовая стоимость может быть получена путем прибавления или вычитания от базовой стоимости следующих показателей: изменение величины резерва на возможные потери по ссудам, изменение рыночной стоимости инвестиционного портфеля банка, изменение в оценке других активов, стоимость забалансовых операций банка, стоимость "основных" или "базовых" депозитов (core deposits)\*.

\* Под "основными" или "базовыми" депозитами понимаются застрахованные, защищенные в случае банкротства банка депозиты с учетом их чувствительности к изменению процентных ставок на рынке. К базовым можно отнести депозиты до востребования, сберегательные вклады, срочные вклады с фиксированным процентом.

Использование скорректированной стоимости банка в рамках балансовой модели в российских условиях, на наш взгляд, имеет ряд преимуществ по сравнению с оценкой стоимости банка на основе доходной модели.

**Во-первых**, балансовые оценки стоимости более понятны и их расчет значительно проще, чем процедура определения стоимости банка на основе дисконтирования денежных потоков в рамках доходной модели.

**Во-вторых**, балансовые оценки стоимости стабильнее рыночных цен и не зависят от изменений фондового рынка.

Финансовый успех слияния или поглощения в немалой степени зависит от величины чистого дохода, заявленной банками на обозримую перспективу (10 лет). Большинство банковских слияний и поглощений имеют негативный кратковременный эффект снижения показателя доходности на акцию потому, что банк-покупатель выплачивает акционерам банка-цели слишком высокую надбавку (премию) за слияние, в результате чего возникает эффект размывания дохода на акцию (EPS dilution effect). Вопрос, который является важным как для владельцев приобретающего банка, так и для акционеров банка-цели, это вопрос о том, какое размывание дохода можно считать значительным, а какое вполне преодолимым. Ответ на этот вопрос дан в работе по результатам проведенного сценарного анализа\*.

\* В рассматриваемой модели слияния принимают участие банк-покупатель (А) и банк-цель (В) со следующими финансовыми характеристиками: доходы: банк А - 12,0 млн. у.е., банк В - 4,0 млн. у.е.; количество акций: банк А - 3,0 млн., банк В - 1,0 млн.; доходность на акцию (EPS): банк А - 4,0 у.е., банк В - 4,0 у.е.; темп роста EPS: банк А - 10%, банк В - 18%, средневзвешенный темп роста (основанный на величине доходов) - 12%.

**Моделирование конкретных ситуаций позволяет сделать вывод, что величина дохода на акцию зависит от изменения четырех главных факторов:**

- ◆ величины премии (надбавки) за слияние, выплачиваемой акционерам банка-цели;

- ◆ относительной величины доходов банков, участвующих в слиянии;
- ◆ относительных темпов роста банков – участников сделки;
- ◆ наличия или отсутствия эффекта синергии. [3]

Можно утверждать, что первоначальное размывание дохода, зависящее в первую очередь от величины премии за слияние, преодолевается за счет более быстрого роста EPS после объединения банков. Слияния и поглощения в банковском секторе представляет собой выработанный мировой практикой способ отбора эффективных кредитных учреждений, приспособленных для генерирования в конкурентной рыночной среде. Назревшая потребность в реструктуризации российской банковской системы, укрупнении банков и сокращении числа неэффективных кредитных институтов ставит задачу исследования целей, мотивов и условий успешного проведения консолидационных сделок и широкого использования их в практике российского банковского бизнеса. Объединение банковских ресурсов в результате слияний и поглощений порождает ряд преимуществ, которые позволяют объединенному банку получить определенный экономический эффект.

Реализация этих позитивных эффектов приводит, в конечном счете, к увеличению чистой прибыли банка и стоимости его акций. Правильная оценка стоимости объекта слияния или поглощения является одним из важнейших условий успешного проведения операций подобного рода.

Она позволяет банкам-партнерам принимать обоснованные решения о желательности объединения с другими банками и об условиях предстоящих сделок. Проведенный анализ указывает на предпочтительность использования в российских условиях балансовой модели для оценки стоимости банка при слиянии или поглощении. Применение доходной модели, основанной на использовании метода дисконтирования денежных потоков (ДДП), у нас затруднено по причине слабого развития рынка банковских акций и сложности определения ставки дисконтирования.

#### ЛИТЕРАТУРА

1. Когденко В.Г. Экономический анализ. Учебное пособие. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Юнити-Дана, 2011. – 399 с.
2. Моисеев С.Р. Инструментарий денежно-кредитной политики центрального банка для таргетирования инфляции / Автореф. . д-ра экон. наук. М.: Московская финансово-промышленная академия. 2009. – 118 с.
3. Рыбин Е.В. Состояние и перспективы рынка банковских слияний и поглощений в России // Банковское дело. – М., 2010. №6. – С.8-11
4. Тихомирова Е.В. Банковский аудит Учебное пособие. – СПб.: Изд-во СПбГУЭФ, 2010. – 66 с.
5. Уоллас Т., Сталь Р. Планирование продаж и операций. Практическое руководство. 3-е изд. / Пер. с англ. – СПб.: Питер, 2010. – 272 с.
6. Ширинян С.А. Международная банковская система и пути её совершенствования // 18 глава монографии международная экономика. Вып. 1. под ред. д-ра экон. наук Ишханова А.В. Краснодар. "Экоинвест". 2010. С. 506-530.
7. Официальный сайт Центрального банка Российской Федерации // <http://www.cbr.ru>