

ОРГАНИЗАЦИОННЫЕ ОСОБЕННОСТИ ПОДГОТОВКИ И ПРОВЕДЕНИЯ СДЕЛОК IPO В БАНКОВСКОЙ СФЕРЕ

Владимир Андреевич БЕЛЯЕВ

соискатель на базовой кафедре Газпромбанка «Экономика и банковский бизнес»
Международного института энергетической политики и дипломатии (МИЭП),
МГИМО МИД России,
Москва, Российская Федерация
v.a.belyaeff@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-7422-5515>
SPIN-код: отсутствует

История статьи:

Reg. № 524/2021
Получена 20.09.2021
Получена в доработанном виде 02.10.2021
Одобрена 16.10.2021
Доступна онлайн 15.11.2021

УДК 336.764.061

JEL: D82, E22, G24, G32

Ключевые слова: IPO, IPO коммерческих банков, оценка IPO, первичное публичное размещение, оценка банков

Аннотация

Предмет. Особенности подготовки и проведения первичного публичного размещения акций (IPO) банков.

Цели. Критический анализ особенностей, связанных с процессом выхода на IPO кредитных учреждений.

Методология. Исследование включает аналитические методы сбора и обработки информации, а также сравнительный анализ.

Результаты. Выделены основные характеристики экономической модели банков. Обобщен результат работ исследователей по анализу факторов, оказывающих влияние на прибыльность кредитных организаций. Проведен анализ методов оценки компаний для целей IPO. Выделены основные подходы к оценке банков. Определены наиболее подходящие методы оценки банков для целей IPO.

Выводы. Процесс проведения IPO в банковской сфере в общих чертах совпадает с проведением IPO других компаний. Однако сущность экономической деятельности банков определяет специфические методы оценки стоимости банков для целей IPO. В настоящее время нет единого предпочтительного метода для оценки банков, в то время как существуют определенные нюансы при использовании основных методов оценки для определения стоимости кредитных организаций. При оценке компаний для целей IPO используются в основном сравнительный и доходный методы. Для оценки банков наиболее предпочтительно использование сравнительного метода на основе мультипликаторов P/E и P/B , при доходном методе рекомендуется использование оценки на основе дисконтированных денежных потоков, а также метода дисконтированных дивидендных потоков.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2021

Для цитирования: Беляев В.А. Организационные особенности подготовки и проведения сделок IPO в банковской сфере // *Финансовая аналитика: проблемы и решения*. – 2021. – Т. 14, № 4. – С. 456 – 477.
<https://doi.org/10.24891/fa.14.4.456>

Введение

Устойчивость экономики, а также возможность стабильного экономического роста любой страны во многом зависят от эффективной и слаженной работы банковского

сектора, так как именно данный сектор является финансовым посредником в экономике. Кризис в банковской сфере может иметь непреодолимые последствия для макроэкономической устойчивости страны, более того, может привести к глобальному экономическому кризису.

С учетом важности банковской системы для экономики банковский сектор является наиболее регулируемым со стороны надзорных органов, прежде всего центральных банков. Одним из основных требований, предъявляемых к кредитным организациям, является соблюдение норм достаточности капитала. Базельский комитет по банковскому надзору при Банке международных расчетов выпускает рекомендации по регулированию норм достаточности капитала банков, а центральные банки и соответствующие регулирующие органы принимают во внимание данные рекомендации при формировании надзорной политики внутри страны.

Продолжительный период ужесточения норм достаточности капитала банков, а также необходимость в увеличении собственного капитала для наращивания кредитного портфеля вынуждает кредитные учреждения прибегать к поиску новых источников финансирования. В данной ситуации привлечение банками дополнительных средств путем первичного публичного размещения акций на бирже (Initial Public Offering, IPO – первичное публичное размещение) является логичным решением.

Привлечение дополнительных ресурсов через размещение акций на бирже имеет преимущество по сравнению с размещением облигаций, так как данный вид финансирования не является долговым и не учитывается как обязательство банка при расчете коэффициентов достаточности капитала, а также не предполагает обязательного возврата привлеченных средств.

Стоит отметить, что процесс подготовки IPO банка в общих чертах совпадает с процессом IPO других компаний, однако экономическая модель кредитных организаций в корне отличает их от компаний небанковской сферы, функционирующих в экономике.

Данная специфика прежде всего сказывается на подходах к оценке стоимости банков для целей IPO. Кроме того, ключевые метрики функционирования кредитных организаций, на которые обращают внимание инвесторы при анализе банков, также имеют свои отличия.

В данном случае основное внимание будет уделено критическому анализу специфических факторов при подготовке и проведении сделок IPO в банковской сфере. Проблемами изучения рынка IPO посвящены работы [1–4], однако вопросу IPO в банковской сфере уделяется мало внимания в научном сообществе, несмотря на всю важность данного сектора для экономики.

Особенности экономической модели кредитных организаций

Отличительные особенности экономической модели кредитных организаций определяются сущностью банковской деятельности. Основная роль банка в экономике страны заключается в эффективном перераспределении денежных средств между домохозяйствами, предприятиями и государством. Банки аккумулируют временно свободные денежные средства, принимая депозиты от вкладчиков, позволяя последним размещать свои средства под определенный процент и на определенный срок, а также выдают кредиты различным экономическим агентам, которые испытывают потребность в денежных средствах. Банковский кредит позволяет экономическим агентам потреблять товары или услуги, либо инвестировать в развитие производства средства, которыми они не обладают в настоящий момент, что ускоряет экономическое развитие, увеличивая спрос на товары и услуги.

Банк является не только финансовым посредником в экономике, но, принимая депозиты и выдавая кредиты, участвует в процессе создания денег через механизм денежно-кредитного (банковского) мультипликатора. Привлекая депозиты, банк обязан разместить часть депозита на счету в центральном банке. Процент депозита, который необходимо разместить в центробанке, называется ставкой резервирования. Оставшиеся деньги банк выдает в качестве кредита. Деньги, попадая в экономику, оказываются на депозитах других банков, которые в свою очередь также выдают кредиты за вычетом суммы обязательного резервирования. Данный процесс также называется кредитным расширением [5]. Снижение ставки резервирования центральным банком приводит к высвобождению средств, которые коммерческие банки могут направить на выдачу кредитов и, соответственно, приводит к увеличению объема кредитования, а повышение ставки резервирования приводит к сокращению объемов выдаваемых ссуд.

Банки являются непосредственными элементами финансовой системы (трансмиссионного механизма), через которую центральный банк осуществляет регулирование денежно-кредитной политики в стране. Основным инструментом осуществления денежно-кредитной политики является ключевая ставка центрального банка. Ключевая ставка – это минимальный процент, под которым коммерческие банки в стране могут взять кредит у центрального банка. Обычно кредиты центробанка – это наиболее дорогой источник фондирования для банков, к которому кредитные учреждения прибегают при особой необходимости в ликвидности. В экономике ключевая ставка центробанка является индикатором стоимости фондирования для банков. Как правило, процент, который банки предлагают вкладчикам для размещения средств на депозитах, ниже ключевой ставки, а стоимость кредитов для заемщиков – выше. Кроме того, если у банка нет потенциальных доходных возможностей для размещения своих и привлеченных средств, он также может разместить их на депозитах в центробанке под ключевую ставку.

В контексте канала банковского кредитования как элемента трансмиссионного механизма ужесточение денежно-кредитной политики через повышение ключевой ставки приводит к сокращению предложения кредитов со стороны банков, а также к снижению спроса на кредиты со стороны экономических агентов. Основное предположение состоит в том, что столкнувшись с уменьшением ликвидности, банки сокращают объем выдачи ссуд. Эмпирические данные подтверждают, что совокупное банковское кредитование сокращается после ужесточения денежно-кредитной политики [6, 7]. Причины данного явления кроются в снижении стоимости банковских активов, вызванном ростом процентных ставок, что приводит к сокращению капитала банков и ограничивает возможности наращивать кредитование, а также в более высокой стоимости кредитов для экономических агентов, что влечет за собой более низкий спрос на банковское финансирование.

Однако продолжительный период низких процентных ставок в рамках мягкой денежно-кредитной политики после мирового финансового кризиса 2008 г., а также новый период денежно-кредитного стимулирования, вызванный обострением эпидемиологической ситуации в связи с пандемией COVID-19 изменили взаимосвязь между процентными ставками и предложением кредитов со стороны банков. Понижение процентных ставок в экономике не сопровождалось одновременным увеличением объемов выданных ссуд со стороны банков. С одной стороны, причина данного изменения кроется в том, что в период экономических потрясений банки более осторожны в выдаче кредитов заемщикам ввиду общего ухудшения кредитоспособности экономических агентов. Кроме того, после начала процесса количественного смягчения (QE) в развитых странах резервы банков значительно увеличились за счет скупки центральными банками активов коммерческих банков, однако если раньше банки стремились разместить избыточный капитал через выдачу кредитов или покупку процентных активов, то в данной ситуации банки не стремились выдавать новые кредиты. Например, в США во многом такому решению способствовало введение начисления процентов на избыточный капитал банков (*interest rate paid on excess reserve balances, IOER*) [8]. Немного другая ситуация складывалась в Европе, где Европейский центральный банк ввел начисление отрицательного процента на избыточный капитал банка, что привело к более активной выдаче кредитов коммерческими банками [9].

Доход классической кредитной организации приходится на два основных источника: процентный доход от выданных кредитов и комиссионный доход от операций. Разница в стоимости привлечения средств клиентов на депозиты (стоимости фондирования банка) и процентом, под который банк выдает кредиты, составляет чистый процентный доход банка. При определении рентабельности банка рассчитывается показатель чистой процентной маржи (*net interest margin, NIM*) как отношение разницы чистого процентного дохода и чистого процентного расхода к процентным активам банка (активы, приносящие процентный доход). Стоит отметить, что часто исследователи некорректно рассчитывают данный

показатель, принимая за процентную маржу рентабельность активов (Return on Assets, ROA), которая рассчитывается как отношение чистой прибыли к активам банка. Данный показатель включает в себя помимо процентных доходов также и комиссионные и прочие доходы банка. Чем выше процентная маржа, тем более высокую прибыль потенциально может получить банк. Комиссионные доходы банк получает от операций с расчетными счетами клиентов, обычно к ним относятся комиссия за ведение счета, комиссия за переводы, комиссия за обмен валюты, а также комиссионный доход от страховых компаний.

В научной среде существует множество работ, посвященных факторам, влияющим на прибыльность банков. Исследователи изучали влияние как макроэкономических факторов на динамику прибыльности банков, так и специфических факторов на уровне самих банков. К основным макропеременным, влияющим на прибыльность банка, относятся инфляция, динамика ВВП, концентрация в отрасли и процентная ставка. Данные факторы существенно влияют на прибыльность банка, несмотря на то, что они не связаны с внутренними процессами. Между тем, микропеременные, в том числе просроченная задолженность (non-performing loans, NPL, кредиты с просрочкой платежа более 90 дней), размер банка, управление расходами и рисками и достаточность капитала относятся к специфическим для банка факторам, влияющим на прибыльность кредитной организации.

Исследователям удалось установить, что прибыль банков позитивно коррелирует с такими макропеременными, как инфляция и динамика ВВП. Однако автор работы [10] приводит данные о том, что более высокий ВВП на душу населения в свою очередь может иметь отрицательную корреляцию с прибыльностью банков. Данный факт автор объясняет тем, что более высокий показатель ВВП на душу населения свидетельствует о более высоком уровне развития страны, что ведет к более высокой конкуренции между банками и негативно отражается на прибыльности [10].

Множество работ в научной среде посвящено изучению влияния ключевой ставки на рентабельность банка. Так, автор работы [11] приводит результаты исследований ученых за последние 20 лет, и большинство выводов говорит о том, что существует прямая корреляция между прибылью банков и изменением ключевой ставки. Данный факт объясняется тем, что при повышении ключевой ставки, несмотря на возможное снижение спроса на кредиты, у банка увеличивается процентная маржа – разница в стоимости между заемным капиталом и выдаваемыми кредитами, что оказывает позитивное влияние на чистую прибыль кредитной организации.

В работах [12, 13] отмечено, что размер банка, измеряемый объемом активов на балансе, положительно взаимосвязан с прибылью кредитных организаций. Кроме того, согласно исследованиям [14, 15] уровень достаточности капитала и ликвидности также положительно коррелирует с прибыльностью банков, несмотря на то, что при высоком уровне достаточности капитала банк может

недоиспользовать весь свой доступный капитал для выдачи кредитов. Уровень просроченной задолженности ожидаемо оказывает негативное влияние на прибыльность кредитных институтов, несмотря на то, что более высокий NPL может свидетельствовать о повышенной склонности к риску кредитной организации и, соответственно, более высоком доходе [16].

Стоит отметить, что уникальная роль банков в экономике страны делает их одними из наиболее регулируемых организаций. Центральные банки и соответствующие регулирующие институты стремятся снизить риски финансовой системы прежде всего посредством ограничения рисков банковской сферы. Основное внимание при регулировании банковской деятельности уделяется достаточности капитала банков. Данные нормативы устанавливают допустимые соотношения заемных средств и капитала, что ограничивает банки в возможности значительного наращивания портфелей кредитов. Кроме того, существуют дополнительные коэффициенты, применяемые к расчету капитала системно значимых банков. Данные меры снижают системный риск в экономике, при этом ограничивая возможности банков по наращиванию кредитного портфеля, что негативно сказывается на прибыльности. Исследование [17] свидетельствует о том, что более жесткое регулирование банковской сферы, а также более высокие требования к капиталу банков оказывают негативное влияние на прибыльность финансовых организаций, а также и на капитализацию кредитных институтов.

Банковский сектор является циклическим и коррелирует с экономическим ростом в стране, что подтверждает исследование [18]. Меры по регулированию банковского сектора, а также подход к регулированию предлагаемый Базельским комитетом, в свою очередь направлены на снижение циклического фактора в банковской сфере за счет формирования дополнительных противочиклических резервов. Во время экономического спада центральные банки проводят стимулирующую денежно-кредитную политику, снижая ключевую ставку и ставку по обязательному резервированию, а также размещая депозиты на счетах коммерческих банков. Данные меры направлены на увеличение ликвидности банков для стимулирования кредитования банками экономических агентов. Данные меры поддерживают финансово-кредитную систему во время кризисов, а также прибыльность банков. Однако, во время кризисов банки формируют значительные резервы под возможные потери от обесценения кредитного портфеля в силу ухудшения качества заемщиков, что оказывает значительное негативное влияние на прибыльность банков.

Особенности проведения IPO в банковской сфере

Основные этапы проведения IPO в банковской сфере совпадают с процессом IPO компаний из других отраслей. В общих чертах процесс подготовки и проведения IPO выглядит следующим образом. Как только совет директоров банка принимает решение о публичном размещении, компания нанимает инвестиционный банк для подготовки и проведения IPO. Обычно группа андеррайтеров формируется, чтобы

помочь публично продать выпуск. На первоначальном этапе проходит процесс проверки банка (Due diligence), включающий проверку деловых, юридических, финансовых и налоговых вопросов. Инвестиционный банк проводит роуд-шоу, в ходе которого представляет информацию о готовящемся размещении акций потенциальным институциональным инвесторам для получения обратной связи от инвесторов об их потенциальном интересе к новому выпуску. В процессе подготовки к IPO составляется проспект эмиссии, содержащий среди прочего финансовую информацию о компании и условиях предложения. Данный документ может содержать диапазон оценки стоимости банка ведущим андеррайтером. Прежде чем акции могут быть предложены широкому кругу инвесторов, проспект эмиссии должен быть одобрен регулирующими органами в стране проведения размещения акций.

В течение периода предложения, который длится одну или две недели, инвесторы могут подавать заявки на акции, обычно в пределах диапазона потенциальных цен предложения, а иногда и по уникальной цене предложения. Диапазон цен предложения зависит от результатов оценки инвестиционного банка, а также может отражать информацию, полученную в ходе предварительного маркетинга. Андеррайтер составляет книгу вероятных заявок и использует эту информацию для определения окончательной цены предложения. Данный процесс называется букбилдинг. Через несколько дней после периода публичного предложения окончательная цена продажи акций устанавливается в пределах диапазона цен предложения, акции распределяются среди инвесторов и начинают торговаться на фондовом рынке. Таким образом, окончательная цена предложения устанавливается после того, как андеррайтер получил информацию о спросе со стороны инвесторов, которая недоступна в то время, когда андеррайтер устанавливает предварительный диапазон цен предложения на основе собственных оценок стоимости. Окончательная цена предложения также учитывает текущие рыночные условия и является результатом переговорного процесса между эмитентом и отделом корпоративных финансов и продаж андеррайтера.

Основным отличительным моментом при подготовке IPO банков является установление справедливой стоимости кредитной организации для целей IPO, так как сущность экономической деятельности банков определяет специфические методы оценки стоимости. Основные принципы оценки применимы как к банкам, так и к другим компаниям. Однако есть несколько аспектов, связанных с банками, которые могут повлиять на их оценку. Определение этих специфических характеристик банковского бизнеса позволяет выбрать наиболее точный метод оценки. Следовательно, особенность проведения IPO в банковской сфере заключается в оценке организации, принимая во внимание особые характеристики банковского дела.

В научной литературе в последнее время уделяется все больше внимания определению справедливой стоимости финансовых организаций. Автор работы [19]

обобщает преимущества и недостатки основных подходов к оценке банков. Результаты его критического обзора показывают, что методология оценки банков является более сложной по сравнению с оценками компаний из других секторов и в настоящее время недостаточно изучена. Автор рассматривает четыре основных подхода к оценке компаний: доходный подход (income approach), сравнительный подход (relative valuation), рыночную оценку активов (asset-based) и оценку условных требований (contingent claim), а также оценивает их применимость к нахождению справедливой стоимости банков. Другие авторы также придерживаются похожего разделения в определении оценки компаний.

Одним из наиболее распространенных подходов при оценке финансовых организаций является оценка на основе балансовой стоимости чистых активов (book value). Основные активы банка приходятся на кредитный портфель и ценные бумаги, балансовая стоимость большинства из которых близка к справедливой стоимости, что позволяет говорить о том, что бухгалтерская стоимость активов банка является близкой к их рыночной стоимости. Исходя из этого, бухгалтерская оценка собственного капитала банка должна являться близкой к справедливой стоимости акционерного капитала банка. Однако стоит учитывать, что если банк ведет свою деятельность в нескольких сегментах, например, имеет большой инвестиционный блок, то использование данного метода может привести к недооценке стоимости кредитной организации. Стоит также отметить, что данный подход не учитывает перспектив развития банка, эффективности ведения бизнеса, рентабельности, темпов роста и т.д. [20].

Однако расчет бухгалтерской стоимости банка часто используют при сравнительном подходе. Данный подход основан на гипотезе о том, что одинаковые или близкие по качеству и характеристикам активы должны иметь одинаковую или близкую стоимость. При оценке стоимости банков сравнительным подходом используют два основных мультипликатора: P/B – отношение рыночной стоимости акций банка к чистым активам и P/E – отношение рыночной стоимости акций к чистой прибыли банка.

При определении стоимости банка с помощью мультипликатора P/B рассчитывается мультипликатор как отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости чистых активов компании:

$$P/B = \text{Рыночная капитализация} / (\text{Активы} - \text{Обязательства}),$$

где P – капитализация компании;

B – балансовая стоимость собственного капитала компании.

Мультипликаторы рассчитываются на основе данных публичных банков-аналогов, после чего берется среднее или медианное значение данной выборки и умножается на величину чистых активов банка.

Учитывая, что активы и обязательства кредитной организации оцениваются по стоимости, близкой к рыночной, то мультипликатор P/B , равный единице, должен свидетельствовать о том, что балансовая стоимость капитала банка равна рыночной стоимости. Отношение рыночной цены к балансовой стоимости меньше единицы означает, что балансовая стоимость капитала выше рыночной стоимости капитала, и наоборот. Кроме того, балансовая стоимость ниже единицы может означать, что стоимость активов компании после погашения всех обязательств выше рыночной стоимости. Другими словами, если купить банк по мультипликатору ниже единицы, выплатить все долги и продать все активы, инвестор получит доход, равный разнице балансовых активов и рыночной капитализации. Однако, несоответствие рыночной стоимости и балансовой стоимости капитала может возникнуть, когда активы либо переоценены, либо включают в себя нематериальные активы, которые не могут быть легко проданы на рынке, либо обязательства банка недооценены.

Мультипликатор P/E рассчитывается как отношение рыночной акционерной стоимости компании к чистой прибыли. Как и с мультипликатором P/B для определения стоимости банка первоначально необходимо собрать мультипликаторы публичных банков-аналогов и найти среднее или медианное значение. После чего чистая прибыль оцениваемого банка перемножается с полученным коэффициентом для получения рыночной стоимости акционерного капитала. Данный метод оценки применим к финансовым институтам и является достаточно распространенным на практике.

Помимо мультипликатора P/E , рассчитанного на основе данных компаний аналогов существует также так называемый справедливый (Justified) мультипликатор P/E . В данном случае расчет мультипликатора представляет собой видоизмененную формулу Гордона, где используются коэффициент выплаты дивидендов, стоимость капитала, а также ожидаемые темпы роста:

$$\text{Справедливый } P/E = \frac{\frac{\text{Дивиденды}}{\text{Чистая прибыль}} (1 + \text{Темпы роста})}{\text{Требуемая доходность акционерного капитала} - \text{Темпы роста}},$$

где P – капитализация компании;

E – чистая прибыль компании.

В данном мультипликаторе в качестве вводных параметров используются фундаментальные показатели организации. Темпы роста компании, а также коэффициент выплат дивидендов имеют прямую зависимость от мультипликатора, в то время как требуемая доходность акционерного капитала имеет обратную зависимость.

Стоит подчеркнуть, что основную сложность при оценке банка сравнительным методом представляет подбор банков-аналогов. Выбор сопоставимых банков будет включать кредитные учреждения с аналогичными историческими и прогнозируемыми темпами роста и профилями риска. Согласно исследованию [21] 64% экспертов, чья деятельность связана с оценкой компаний, заявили, что подбор достаточного количества публичных компаний-аналогов является основной трудностью при использовании данного метода. Кроме того, А. Дамодаран обращает внимание на проблему выбора подходящих банков-аналогов, так как современные банки представляют собой сочетание розничного, корпоративного и инвестиционного банкинга, а также зачастую и собственной трейдинговой деятельности на финансовых рынках, что делает задачу по нахождению сопоставимых банков с такими же пропорциями в банковской бизнес-модели относительно сложной [22]. Несмотря на трудности, связанные с поиском компаний-аналогов, результаты работ множества исследователей подтверждают, что использование мультипликаторов для оценки компаний является одним из наиболее распространенных методов.

Следует отдельно отметить, что для оценки банков не используются такие мультипликаторы, как $EV/EBITDA$ и P/S в силу особенностей экономической модели банков. Учитывая то, что большую долю дохода банка составляет процентный доход, а основная статья расхода это процентный расход за привлеченный капитал, расчет показателя $EBITDA$ (Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization – доход до вычета процентных расходов, налогов и амортизации) не представляется возможным. Кроме того, показатель EV (enterprise value – стоимость компании), рассчитываемый как сумма стоимости акционерного капитала и чистого долга (долг за вычетом денежных средств), также не является показательным в силу структуры капитала банков, где на заемные средства приходится 80–90% капитала. Как отмечает А. Дамодаран, кредитные средства для банка, в отличие от компаний других отраслей представляют собой средства производства или сырье, которые банк размещает под большой процент для получения прибыли, а не источник капитала [22].

К наиболее распространенным доходным методам оценки банков (Income approach) относят модель дисконтированного дивидендного потока (Dividend discount model, DDM), а также модель дисконтированного денежного потока к капиталу (Free cash flow to equity, FCFE). Доходный подход фокусируется на преобразовании ожидаемых будущих денежных потоков в их текущую стоимость. Оценка компаний с помощью дисконтированного денежного потока получила наибольшее признание в академической среде, так как в отличие от сравнительного подхода является менее субъективной и не зависит от текущей оценки рынка, а также наличия компаний-аналогов [19].

Согласно работе [23] модель дисконтированного денежного потока к собственному капиталу (FCFE) представляет собой некоторую модификацию модели FCFE для

нефинансовых компаний, где есть два наиболее важных различия. Во-первых, финансирование и инвестиции являются ключевыми элементами основной деятельности банка и не могут быть эффективно отделены от совокупного дохода банка. Во-вторых, необходимо принимать во внимание требования к достаточности капитала банка, из-за которых не все полученные средства могут быть распределены между акционерами.

Пример расчета свободного денежного потока к капиталу для кредитной организации представлен в *табл. 1*.

Стоит заметить, что использование модели свободного денежного потока к фирме (Free cash flow to the firm, FCFF) не распространено на практике во многом по схожим причинам, почему не используется мультипликатор $EV/EBITDA$ при оценке финансовых институтов. Результатом дисконтирования денежного потока к фирме является оценка всей компании (EV), что значительно осложняет задачу по оценке акционерного капитала в силу особенностей структуры капитала банка, а также высокой чувствительности свободного денежного потока к фирме от взвешенной цены капитала банка. При дисконтировании денежного потока к капиталу ($FCFE$) результатом является оценка акционерного капитала банка, что значительно упрощает процесс оценки банка и снижает риск ошибки. Стоит учитывать, что при дисконтировании денежного потока к капиталу используется требуемая доходность капитала, а при дисконтировании денежного потока к фирме используется средневзвешенная цена капитала, зависящая от структуры капитала организации.

Согласно исследованию [24] такие подходы к оценке стоимости компаний как модель остаточного дохода (*residual income model*), а также применение моделей оценки опционов для определения стоимости акций компании редко используются аналитиками в силу более сложного процесса оценки, отдавая предпочтение сравнительному методу, а также оценке на основе дисконтированных денежных потоков. К таким же выводам приходят и другие исследователи.

Множество работ также посвящено определению наиболее точного метода для оценки справедливой стоимости акций компаний. Исследователи в своих работах сравнивали точность оценки компании с помощью сравнительного и доходного подходов с текущей ценой акций компаний на фондовом рынке. В доходном подходе использовался метод дисконтированных денежных потоков, а также метод дисконтированных дивидендных потоков. Результаты работы [4] свидетельствуют о том, что оценка с помощью метода дисконтированных денежных потоков и дисконтированных дивидендных потоков дают схожие результаты, а оценка с помощью сравнительного подхода с использованием мультипликаторов P/E и P/B уступают в своей точности доходным методам. Однако, результаты работ ряда исследователей, в том числе [3, 24], свидетельствуют об обратном, демонстрируя, что сравнительный подход более точен по сравнению с методами дисконтированных денежных потоков [1].

В своем исследовании Ф. Лестер проводит сравнение рыночной стоимости европейских банков с оценкой, рассчитанной с помощью различных методов. Автор приходит к выводу о том, что ни одна модель не превосходит другую в точности, однако некоторые методы оценки обладают большей прогнозной силой, чем другие. Подход дисконтированных дивидендных потоков показал наибольшую точность относительно других методов оценки, но, с другой стороны, этот подход не подходит для банков, которые не выплачивают дивиденды или понесли убытки из-за кризиса¹.

Многие авторы отмечают релевантность оценки финансовых организаций с помощью метода дисконтированных дивидендных потоков. Например, авторы работ [24, 25] приходят к выводу о том, что сравнительный метод дает наиболее точную оценку компаниям из стабильных отраслей, таких как ритейл, а метод дисконтированных дивидендных потоков наиболее точно определяет стоимость компаний из финансового сектора и сектора коммунальных услуг.

Несмотря на то, что достаточно большое внимание уделяется проблеме оценки активов, вопрос определения стоимости компаний для целей IPO в научной литературе освещен недостаточно. Существует всего несколько исследований, посвященных изучению подходов инвестиционных банкиров, а также инвесторов к оценке активов, которые планируют провести первичное публичное размещение своих акций.

Первыми вопрос оценки компаний для целей IPO подняли авторы работы [2]. Они исследовали вопрос установления цен акций компаний, выходящих на IPO, сравнивая мультипликаторы данных компаний с мультипликаторами компаний-аналогов, которые провели размещение своих акций в последний год. Авторы приходят к выводу, что форвардный мультипликатор P/E наиболее точно определяет оценку компаний для целей IPO по сравнению с другими мультипликаторами.

Основная проблема, связанная с изучением процесса оценки компаний для целей IPO, заключается в том, что процесс и результаты оценки компаний инвестиционными банками в рамках подготовки к IPO являются непубличными. Однако, П. Розенбум в своей работе использует базу данных состоящую из 228 оценок компаний инвестиционными банками для целей IPO на бирже Euronext Paris. Автор изучает мотивацию инвестиционных банков для применения того или иного метода оценки к компании [3].

Согласно результатам исследования Розенбума, если ожидается, что компания будет относительно более прибыльной по сравнению со своими конкурентами в период выхода на биржу, то инвестиционные банки с большей вероятностью предпочтут использовать сравнительный метод для оценки компании. Кроме того, для

¹ *Leister F. Valuation Methods for Banks: An Empirical Comparison of Intrinsic Valuation Methods for Banks.* IUBH School of Business and Management, 2015. URL: <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.4194.4483>

быстрорастущих компаний также предпочтение отдается сравнительному методу. Данные выводы можно объяснить тем, что ввиду более высоких показателей прибыли по сравнению с компаниями-аналогами оцениваемая компания будет иметь более высокую оценку для IPO по сравнительному методу даже без учета премий за более высокую рентабельность и темпы роста. Метод дисконтированного дивидендного потока более предпочтителен для стабильных компаний с высоким уровнем дивидендных выплат. Однако при этом стоит отметить, что согласно результатам исследования, использование метода дисконтированного дивидендного потока менее предпочтительно для компаний с более высокой рентабельностью.

Автор приходит к заключению, что андеррайтеры используют метод дисконтированных денежных потоков, когда рынок показывает высокую доходность. Данный факт объясняется тем, что в этой ситуации инвесторы более охотно покупают акции и более склонны верить предположениям о денежных потоках и ставках дисконтирования, лежащих в основе модели дисконтированных денежных потоков. Кроме того, согласно результатам исследования, волатильность рыночных индексов также имеет положительную связь с использованием модели дисконтированных денежных потоков. Автор указывает на тот факт, что сравнительный подход является основным при оценке компаний для целей IPO [3].

Значительный вклад в развитие темы оценки компаний для целей IPO внес М. Делуф [4]. Как и Розенбум, Делуф собрал для своего исследования базу данных оценок инвестиционными банками компаний, разместивших свои акции на бельгийской фондовой бирже. Автор подчеркивает, что инвестиционные банки всегда используют несколько методов оценки определения стоимости компании для целей IPO. При проведении оценки компании банки всегда используют метод дисконтированных денежных потоков как основной, при этом оценка с помощью дисконтированных дивидендных потоков дает более низкую стоимость компании по сравнению с другими методами и в среднем ближе к предварительной оценке компании для целей IPO. Однако автор указывает, что оценка с помощью дисконтированного денежного и дивидендного потоков и наиболее часто используемые мультипликаторы имеют одинаковую точность, что также совпадает с результатами исследования Лестера². При использовании сравнительного подхода инвестиционные банки в основном полагаются на прогнозируемые будущие доходы и денежные потоки. Оценка компании по мультипликаторам с использованием прогнозируемых денежных потоков приводит к более точным оценкам, чем оценка мультипликаторов, основанная на прибыли и денежных потоках в год проведения IPO [4]. Однако несмотря на значительный вклад в анализ подходов к оценке компаний для целей IPO, в базах данных Делуфа и Розенбума не было компаний из финансового сектора.

² *Leister F. Valuation Methods for Banks: An Empirical Comparison of Intrinsic Valuation Methods for Banks.* IUBH School of Business and Management, 2015. URL: <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.4194.4483>

Наиболее позднее исследование, посвященное теме оценки компаний для целей IPO, было проведено А. Рашидом с соавторами [1]. Авторы проанализировали базу данных, состоящую из 88 IPO, проведенных на фондовой бирже Пакистана. Данные подтверждают результаты Розенбума и Делуфа о том, что андеррайтеры прибегают к нескольким методам оценки компаний для целей IPO. Примечательно, что согласно результатам исследования, оценка компаний с помощью мультипликатора P/B является наиболее точной, а оценка с помощью метода дисконтированных денежных потоков отличается наименьшей прогнозируемой точностью.

Выводы

Банковский сектор играет ключевую роль в развитии любой страны, однако ужесточение регулирования со стороны надзорных органов обуславливает необходимость поиска новых источников фондирования. По ряду факторов привлечение средств с помощью механизма IPO является оптимальным решением для кредитных учреждений. Однако процесс проведения IPO банков имеет свои особенности, вызванные их уникальной экономической моделью. В наибольшей степени данный фактор влияет на процесс IPO в части проведения оценки кредитных институтов. Вопрос оценки компаний для целей IPO является мало исследованным в первую очередь из-за отсутствия в открытом доступе актуальных баз данных с информацией о применяемых подходах инвестиционных банков к оценке компаний.

Результаты исследований в области оценки кредитных организаций свидетельствуют о том, что нет единого предпочтительного метода для оценки банков, однако общие подходы к их оценке в целом дают точные результаты. Учитывая то, что основные подходы к оценке банков совпадают с подходами определения стоимости обычных компаний, а также то, что применение основных подходов к оценке банков дает достаточно точные результаты, можно сделать вывод о применимости результатов, сделанных авторами исследований об оценке инвестиционными банками компаний для целей IPO и для банковского сектора. Учитывая специфику кредитных учреждений, основные мультипликаторы, которые стоит использовать для оценки банков для целей IPO – это P/B и P/E . Оценка банков с помощью данных мультипликаторов является наиболее точной³ [3]. Использование метода дисконтированных потоков также показывает высокую точность, однако стоит учитывать корректный подход к расчету денежного потока с помощью данного метода, а также особое внимание необходимо обратить на влияние ужесточения регулирования банковского сектора при прогнозировании и расчете денежного потока.

Согласно ряду исследований оценка банка с помощью метода дисконтированных дивидендных потоков может отличаться высокой точностью ввиду исторически

³ *Leister F. Valuation Methods for Banks: An Empirical Comparison of Intrinsic Valuation Methods for Banks.* IUBH School of Business and Management, 2015. URL: <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.4194.4483>

высокого уровня выплат дивидендов в данной отрасли. Кроме того, оценка компании с помощью дивидендных потоков может являться наиболее оптимальной для оценки IPO ввиду того, что данный подход подразумевает оценку компании с точки зрения миноритарного акционера. Что касается использования специфических методов оценки компаний, в том числе и банков, таких как метод остаточного дохода (residual income), а также моделей для оценки опционов, то данные методы оценки используются крайне редко для целей IPO [3].

Интерес для дальнейшего изучения представляет анализ оценок IPO банков с помощью мультипликатора P/B и проверка гипотезы Рашида о том, что оценка с помощью мультипликатора P/B обладает наибольшей точностью. Кроме использования метода мультипликаторов, определенный интерес представляет изучение точности оценки банков для целей IPO с помощью метода дисконтированных дивидендных потоков, так как данный метод активно используется для определения стоимости кредитных организаций в силу особенностей отрасли, так как банки характеризуются стабильными и высокими дивидендами. Кроме этого, более детальный анализ требуется в определении методов, используемых инвестиционными банками в зависимости от фазы фондового рынка.

Таблица 1

Пример расчета свободного денежного потока к капиталу для кредитной организации

Table 1

An example of calculating the free cash flow to equity (FCFE) for a credit institution

Баланс		Отчет о прибылях и убытках
Пассивы	Активы	
Рост собственного капитала	Новые кредиты	+ Чистый процентный доход
- Резервы и неденежные доходы	+/- Ценные бумаги и кредиты	+ Чистый комиссионный доход
+/- Депозиты	+/- Дебиторская задолженность	+/- Прибыль по торговым операциям
+/- Долг	+/- Основные средства	+/- Убытки по кредитам
+/- Кредиторская задолженность	+/- Нематериальные активы	+/- Прочие доходы
	+/- Денежные средства	- Налоги
= Изменения в пассивах	= Изменения в активах	= Чистая прибыль
<i>Изменения в Активах + Изменения в Пассивах = Изменение собственного капитала + Чистая прибыль =</i>		
<i>= FCFE</i>		

Источник: [19]

Source: [19]

Список литературы

1. *Abdul Rasheed, Muhammad Khalid Sohail, Shahab-Ud Din, Muhammad Ijaz.* How Do Investment Banks Price Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of Emerging Market. *International Journal of Financial Studies*, 2018, vol. 6, iss. 77.
URL: <https://doi.org/10.3390/ijfs6030077>
2. *Kim M., Ritter J.R.* Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 53, iss. 3, pp. 409–437. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00027-6)
3. *Rosenboom P.* How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market. *Contemporary Accounting Research*, 2007, vol. 24, iss. 4, pp. 1217–1243. URL: <https://doi.org/10.1506/car.24.4.7>
4. *Deloof M., De Maeseneire W., Inghelbrecht K.* How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs)? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2009, vol. 36, iss. 1-2, pp. 130–160. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02117.x>
5. *Werner R.A.* Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? – The Theories and the Empirical Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 2014, vol. 36, pp. 1–19. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>
6. *Juurikkala T., Karas A., Solanko L.* The role of banks in monetary policy transmission: Empirical evidence from Russia. *Review of International Economics*, 2011, vol. 19., iss. 1, pp. 109–121. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00935.x>
7. *Ehrmann M., Gambacorta L., Martinez-Pagés J. et al.* Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area. *ECB Working Paper*, 2001, no. 105. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp105.pdf>
8. *Carpenter S., Demiralp S., Ihrig J., Klee E.* Analyzing Federal Reserve Asset Purchases: From Whom Does the Fed Buy? *Journal of Banking & Finance*, 2015, vol. 52, pp. 230–244. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.029>
9. *Ryan E., Whelan K.* Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from Euro Area Banks. *Journal of International Money and Finance*, 2021, vol. 115, no. 102354. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102354>
10. *Halit Yanıkkaya, Nihat Gumus, Yasar Ugur Pabuccu.* How profitability differs between conventional and Islamic banks: A dynamic panel data approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018, vol. 48, pp. 99–111.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.01.006>
11. *Yüksel S., Mukhtarov S., Mammadov E., Özsarı M.* Determinants of Profitability in the Banking Sector: An Analysis of Post-Soviet Countries. *Economies*, 2018, vol. 6, iss. 41. URL: <https://doi.org/10.3390/economies6030041>

12. Regehr K., Sengupta R. Has the Relationship between Bank Size and Profitability Changed? *Economic Review of Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2016, Q II, pp. 49–72. URL: <https://www.kansascityfed.org/documents/478/2016-Has%20the%20Relationship%20between%20Bank%20Size%20and%20Profitability%20Changed%3F%20.pdf>
13. Menicucci E., Paolucci G. The determinants of bank profitability: Empirical evidence from European banking sector. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 2016, vol. 14, iss. 1, pp. 86–115. URL: <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2015-0060>
14. Fadzman Sufian. Determinants of bank profitability in developing economies: empirical evidence from the South Asian banking sectors. *Contemporary South Asia*, 2012, vol. 20, iss. 3, pp. 375–399. URL: <https://doi.org/10.1080/09584935.2012.696089>
15. Wiem Ben Jabra, Zouheir Mighri, Faysal Mansouri. Bank capital, profitability and risk in BRICS banking industry. *Global Business and Economics Review*, 2017, vol. 19, iss. 1, pp. 89–119. URL: <https://doi.org/10.1504/GBER.2017.080782>
16. Laryea E., Ntow-Gyamfi M., Alu A.A. Nonperforming loans and bank profitability: evidence from an emerging market. *African Journal of Economic and Management Studies*, 2016, vol. 7, iss. 4, pp. 462–481. URL: <https://doi.org/10.1108/AJEMS-07-2015-0088>
17. Šútorová B., Teplý P. The Level of Capital and the Value of EU Banks under Basel III. *Prague Economic Papers*, 2014, vol. 23, iss. 2, pp. 143–161. URL: <https://doi.org/10.18267/j.pep.477>
18. Albertazzi U., Gambacorta L. Bank profitability and the business cycle. *Journal of Financial Stability*, 2009, vol. 5, iss. 4, pp. 393–409. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2008.10.002>
19. Deev O. Methods of Bank Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing*, 2011, no. 3, pp. 33–44. URL: https://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivita/fai/27900200/FAI_issue2011_03_deev.pdf
20. Dermine J. Bank Valuation: With an Application to the Implicit Duration of Non-Maturing Deposits. *INSEAD Working Paper*, 2009, no. 2009/64/FIN. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1520507>
21. Bancel F., Mittoo U.R. The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts. *SSRN Electronic Journal*, 2014. URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2420380>
22. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, 2012, 992 p.

23. *Massari M., Gianfrate G., Zanetti L.* The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions. John Wiley & Sons, 2014, 256 p.
24. *Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M.* What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 2004, vol. 18, iss. 4, pp. 221–240.
URL: <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>
25. *Barker R.* The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *European Accounting Review*, 1999, vol. 8, iss. 2, pp. 195–218.
URL: <https://doi.org/10.1080/096381899335998>

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

ORGANIZATIONAL CHARACTERISTICS OF PREPARING AND CONDUCTING IPO TRANSACTIONS IN THE BANKING SECTOR

Vladimir A. BELYAEV

MGIMO-University,
Moscow, Russian Federation
v.a.belyaev@gmail.com
<https://orcid.org/0000-0002-7422-5515>

Article history:

Article No. 524/2021
Received 20 Sept 2021
Received in revised form
2 October 2021
Accepted 16 Oct 2021
Available online
15 November 2021

JEL classification: D82,
E22, G24, G32

Keywords: IPO, Initial
Public Offering,
commercial bank, IPO
valuation

Abstract

Subject. The article is devoted to the study of the specific features of banks' IPO preparation and execution.

Objectives. The focus is on the critical analysis of special aspects related to IPO of credit institutions.

Methods. The study includes analytical methods for collecting and processing of information, as well as the comparative analysis.

Results. I highlight the main characteristics of banks' economic model, summarize the results of researchers' work on the analysis of factors influencing the profitability of credit institutions, analyze methods for evaluating companies for IPO purposes, identify main approaches to the assessment of bank value, and define the most appropriate methods to evaluate banks for IPO purposes.

Conclusions. In general, the process of preparation and execution of banking IPOs is similar to IPO execution by other companies. However, the nature of economic activity of banks determines specific methods for assessing the value of banks for IPO purposes. Currently, there is no single preferred method for valuing banks, while there are certain aspects of the use of general methods to determine the value of credit institutions. For the valuation of companies for IPO, mainly comparative and income methods are used. For the valuation of banks, it is preferable to use the comparative method based on P/E and P/B multiples. As for the income method, it is recommended to use discounted cash flow valuation based on FCFE calculation, as well as the dividend discount model.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2021

Please cite this article as: Belyaev V.A. Organizational Characteristics of Preparing and Conducting IPO Transactions in the Banking Sector. *Financial Analytics: Science and Experience*, 2021, vol. 14, iss. 4, pp. 456–477.
<https://doi.org/10.24891/fa.14.4.456>

References

1. Abdul Rasheed, Muhammad Khalid Sohail, Shahab-Ud Din, Muhammad Ijaz. How Do Investment Banks Price Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of Emerging Market. *International Journal of Financial Studies*, 2018, vol. 6, iss. 77. URL: <https://doi.org/10.3390/ijfs6030077>

2. Kim M., Ritter J.R. Valuing IPOs. *Journal of Financial Economics*, 1999, vol. 53, iss. 3, pp. 409–437. URL: [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(99\)00027-6](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(99)00027-6)
3. Rosenboom P. How Do Underwriters Value Initial Public Offerings? An Empirical Analysis of the French IPO Market. *Contemporary Accounting Research*, 2007, vol. 24, iss. 4, pp. 1217–1243. URL: <https://doi.org/10.1506/car.24.4.7>
4. Deloof M., De Maeseneire W., Inghelbrecht K. How Do Investment Banks Value Initial Public Offerings (IPOs)? *Journal of Business Finance & Accounting*, 2009, vol. 36, iss. 1-2, pp. 130–160. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1468-5957.2008.02117.x>
5. Werner R.A. Can Banks Individually Create Money Out of Nothing? – The Theories and the Empirical Evidence. *International Review of Financial Analysis*, 2014, vol. 36, pp. 1–19. URL: <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2014.07.015>
6. Juurikkala T., Karas A., Solanko L. The role of banks in monetary policy transmission: Empirical evidence from Russia. *Review of International Economics*, 2011, vol. 19., iss. 1, pp. 109–121. URL: <https://doi.org/10.1111/j.1467-9396.2010.00935.x>
7. Ehrmann M., Gambacorta L., Martinez-Pagés J. et al. Financial Systems and the Role of Banks in Monetary Policy Transmission in the Euro Area. *ECB Working Paper*, 2001, no. 105. URL: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp105.pdf>
8. Carpenter S., Demiralp S., Ihrig J., Klee E. Analyzing Federal Reserve Asset Purchases: From Whom Does the Fed Buy? *Journal of Banking & Finance*, 2015, vol. 52, pp. 230–244. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.04.029>
9. Ryan E., Whelan K. Quantitative Easing and the Hot Potato Effect: Evidence from Euro Area Banks. *Journal of International Money and Finance*, 2021, vol. 115, no. 102354. URL: <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2021.102354>
10. Halit Yanıkkaya, Nihat Gumus, Yasar Ugur Pabuccu. How profitability differs between conventional and Islamic banks: A dynamic panel data approach. *Pacific-Basin Finance Journal*, 2018, vol. 48, pp. 99–111. URL: <https://doi.org/10.1016/j.pacfin.2018.01.006>
11. Yüksel S., Mukhtarov S., Mammadov E., Özsarı M. Determinants of Profitability in the Banking Sector: An Analysis of Post-Soviet Countries. *Economies*, 2018, vol. 6, iss. 41. URL: <https://doi.org/10.3390/economies6030041>
12. Regehr K., Sengupta R. Has the Relationship between Bank Size and Profitability Changed? *Economic Review of Federal Reserve Bank of Kansas City*, 2016, Q II, pp. 49–72. URL: <https://www.kansascityfed.org/documents/478/2016-Has%20the%20Relationship%20between%20Bank%20Size%20and%20Profitability%20Changed%3F%20.pdf>

13. Menicucci E., Paolucci G. The determinants of bank profitability: Empirical evidence from European banking sector. *Journal of Financial Reporting and Accounting*, 2016, vol. 14, iss. 1, pp. 86–115. URL: <https://doi.org/10.1108/JFRA-05-2015-0060>
14. Fadzlan Sufian. Determinants of bank profitability in developing economies: Empirical evidence from the South Asian banking sectors. *Contemporary South Asia*, 2012, vol. 20, iss. 3, pp. 375–399.
URL: <https://doi.org/10.1080/09584935.2012.696089>
15. Wiem Ben Jabra, Zouheir Mighri, Faysal Mansouri. Bank capital, profitability and risk in BRICS banking industry. *Global Business and Economics Review*, 2017, vol. 19, iss. 1, pp. 89–119. URL: <https://doi.org/10.1504/GBER.2017.080782>
16. Laryea E., Ntow-Gyamfi M., Alu A.A. Nonperforming loans and bank profitability: Evidence from an emerging market. *African Journal of Economic and Management Studies*, 2016, vol. 7, iss. 4, pp. 462–481.
URL: <https://doi.org/10.1108/AJEMS-07-2015-0088>
17. Šútorová B., Teplý P. The Level of Capital and the Value of EU Banks under Basel III. *Prague Economic Papers*, 2014, vol. 23, iss. 2, pp. 143–161.
URL: <https://doi.org/10.18267/j.pep.477>
18. Albertazzi U., Gambacorta L. Bank profitability and the business cycle. *Journal of Financial Stability*, 2009, vol. 5, iss. 4, pp. 393–409.
URL: <https://doi.org/10.1016/j.jfs.2008.10.002>
19. Deev O. Methods of Bank Valuation: A Critical Overview. *Financial Assets and Investing*, 2011, no. 3, pp. 33–44.
URL: https://is.muni.cz/do/econ/soubory/aktivita/fai/27900200/FAI_issue2011_03_deev.pdf
20. Dermine J. Bank Valuation: With an Application to the Implicit Duration of Non-Maturing Deposits. *INSEAD Working Paper*, 2009, no. 2009/64/FIN.
URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.1520507>
21. Bancel F., Mittoo U.R. The Gap between Theory and Practice of Firm Valuation: Survey of European Valuation Experts. *SSRN Electronic Journal*, 2014.
URL: <https://doi.org/10.2139/ssrn.2420380>
22. Damodaran A. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*. John Wiley & Sons, 2012, 992 p.
23. Massari M., Gianfrate G., Zanetti L. *The Valuation of Financial Companies: Tools and Techniques to Measure the Value Banks, Insurance Companies and Other Financial Institutions*. John Wiley & Sons, 2014, 256 p.

24. Demirakos E.G., Strong N.C., Walker M. What Valuation Models Do Analysts Use? *Accounting Horizons*, 2004, vol. 18, iss. 4, pp. 221–240.
URL: <https://doi.org/10.2308/acch.2004.18.4.221>
25. Barker R. The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *European Accounting Review*, 1999, vol. 8, iss. 2, pp. 195–218.
URL: <https://doi.org/10.1080/096381899335998>

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.