

**Подходы к корректной оценке требуемой отдачи на капитал российских банков
в эмпирических целях**

Approaches to estimation of cost of equity for Russian banks for empirical purposes

Боков Василий Александрович

Vassily Bokov

аспирант

Государственный университет – Высшая школа экономики, Москва, Россия

postgraduate student

State university – Higher school of economics, Moscow, Russia

research@vassilybokov.ru

Оценка требуемой отдачи на капитал для произвольной фирмы является достаточно широко исследованным направлением в теории корпоративных финансов. Вместе с тем, определение этой величины для коммерческих банков требует учета отраслевой специфики: деятельность коммерческих банков является сильно зарегулированной, а в большинстве стран отсутствует достаточно широко развитый рынок банковских акций. Такая ситуация требует разработки специфических механизмов оценки величины требуемой отдачи на капитал с помощью косвенных индикаторов. В докладе будут рассмотрены основные подходы к оценке требуемой отдачи на капитал с учетом отраслевой специфики банковского сектора, а также с учетом особенностей российских кредитных организаций. В заключительной части статьи рассматривается методика определения требуемой отдачи на капитал коммерческих банков, оптимальная для эмпирических исследований.

Estimation of cost of equity for a generic firm is a well-developed area of corporate finance theory. Nevertheless, estimation of this parameter for commercial banks requires accounting for industry-specific circumstances: commercial banking is a highly regulated industry, most countries do not have a well-developed market for bank stocks. This situation calls for the development of special approaches to estimate the cost of equity that include the distinctive features of the banking sector and peculiarities of Russian financial institutions. This paper concludes with the exposition of an algorithm of estimating the cost of equity of commercial banks that is optimal for empirical research.

Ключевые слова: Банк; оценка стоимости; капитал.

Key words: Bank, valuation, equity.

Введение

Понятие требуемой отдачи на капитал (cost of equity) является одним из центральных элементов доходного подхода к оценке стоимости фирмы. Хотя методика расчета этого показателя является достаточно хорошо изученным направлением в теории оценки стоимости компаний на развитых рынках, существует ряд ограничений для применения существующих подходов к оценке стоимости компаний на развивающихся рынках. Российский банковский сектор является одним из наиболее ярких примеров подобных ограничений.

В последние 5-6 лет российский банковский сектор переживает период консолидации, активно поддерживаемой регулируемыми органами (в первую очередь – Банком России). По данным Банка России, за период с начала 2005 года по ноябрь 2010 года число кредитных организаций в России сократилось на 24% с 1,516 до 1,149. Помимо сделок по присоединению кредитных организаций между российскими банками, данный период характеризовался масштабным притоком иностранных инвестиций, в том числе путем покупки российских банков иностранными банками, фондами и наднациональными организациями (такими как МФК¹ и ЕБРР²). Такая динамика российского банковского сектора с одной стороны создает спрос на услуги профессиональных оценщиков стоимости бизнеса, а с другой привлекает внимание независимых исследователей.

Хотя теория оценки стоимости компаний хорошо представлена как в зарубежной, так и в отечественной научной и профессиональной литературе, преобладающая часть этой библиографии касается вопросов справедливой оценки публичных компаний, чьи акции котируются на фондовых биржах, либо непубличных компаний, для которых возможно подобрать аналог, котирующийся на фондовой бирже. Специфической особенностью банковского сектора, как в России, так и за рубежом, является высокая концентрация акционерного капитала – как правило, компании банковского сектора контролируются ограниченным кругом акционеров. Так, большинство из 100 крупнейших российских банков имеют организационно-правовую форму ООО или ЗАО и по закону не могут иметь число участников (акционеров) свыше 50. Следствием этого является либо непубличность таких компаний либо отсутствие ликвидного рынка их акций, что делает невозможным использование биржевых котировок в качестве ориентира для определения их справедливой стоимости. Из всех российских банков, имеющих форму ОАО, лишь 5

¹ Международная Финансовая Корпорация (IFC), подразделение Всемирного Банка.

² Европейский Банк Реконструкции и Развития (EBRD).

имеют акции, обращающиеся на биржах, причем лишь 2 из них имеют ликвидный рынок акций (Сбербанк и ВТБ).

Такая специфика российского банковского сектора не позволяет использовать традиционные модели оценки требуемой отдачи на капитал, опирающиеся на данные местного фондового рынка – такие, как CAPM и её производные. Экономический смысл ставки дисконтирования в моделях доходного подхода к оценке стоимости коммерческих банков заключается в сопоставлении ожидаемых потоков доходов компании с процентной ставкой, характеризующей риск этих потоков доходов. Величина этой ставки должна быть такова, чтобы компенсировать риск вложений для акционеров – таким образом в определение ставки дисконтирования вносится некоторый элемент субъективизма: ставка дисконтирования может быть разной в зависимости от структуры предпочтений инвестора и его способности нести риск. Таким образом, за неимением возможности определить требуемую отдачу на капитал исходя из данных фондового рынка, возникает необходимость в разработке алгоритма расчета требуемой отдачи на капитал исходя из априорных соображений и другой доступной рыночной информации.

Существующие подходы к оценке стоимости коммерческого банка

В научной и профессиональной литературе принято выделять 4 основные группы подходов к оценке стоимости фирмы: доходный подход, затратный подход, сравнительный подход и альтернативные подходы [Рутгайзер, и др., 2007]. Основным источником информации о существующих видах подходов к оценке компаний является профессиональная литература – работа А. Дамодарана [Damodaran, 2002], публикации консультантов McKinsey [Koller, et al., 2005], работы Ш. Пратта [Pratt, 2001]. Подробный обзор российской практики оценки стоимости компаний можно найти в работах А.Г. Грязновой и М.А. Федотовой [Грязнова, и др., 2009], а также И.В. Ивашковской [Ивашковская, 2009]. Более детально нюансы применения различных методов оценки стоимости компаний рассматриваются в статье П. Фернандеса [Fernandez, 2007], содержащей обзор типичных ошибок оценщиков и консультантов, составленный на основе нескольких сотен отчетов об оценке компаний. Также среди обзорных работ по методам оценки стоимости компаний можно указать диссертацию К.А. Решоткина [Решоткин, 2001].

Хорошей отправной точкой для получения представления о различных существующих методиках оценки коммерческих банков является статья Н.В. Горелой [Горелая, 2004], в которой дается обзор основных методов оценки, применяемых к компаниям российского банковского сектора. Специфика оценки коммерческих банков

подробно рассматривается в книге З. Мерсера [Mercer, 1992], хотя ряд разделов данной книги уже устарел и не соответствует действительности. Также важным источником информации о подходах к оценке коммерческих банков является работа А. Дамодарана [Damodaran, 2009]. Нюансы оценки российских кредитных организаций подробно изложены в книге И. Никоновой и Р. Шамгунова [Никонова, и др., 2007], а также в монографии Г. Щербаковой [Щербакова, 2007].

Доходный подход к оценке стоимости заключается в прогнозировании потока доходов компании в будущем и приведении их стоимости к текущему временному периоду (т.е. к моменту времени, в который осуществляется оценка) на основе структуры процентных ставок по срокам и риску. В рамках данного подхода принято выделять метод капитализации доходов и метод дисконтирования денежных потоков [Рутгайзер, и др., 2007]. Поскольку доходный подход исходит из прогноза доходов компании, ключевым отличием методов в рамках данного подхода является прогноз в отношении темпов роста компании – метод капитализации предполагает стабильность темпов роста компании в неограниченной перспективе, а метод дисконтирования денежных потоков исходит из возможности изменения темпов роста компании в разных временных периодах. Одной из наиболее широко применяемых моделей в рамках доходного подхода является модель Гордона, модифицированная версия которой считается наиболее теоретически корректным подходом к оценке стоимости банков на развивающихся рынках [Georgiadis, 2003] и используется на практике ведущими инвестиционными банками:

Формула 1: стоимость банка в рамках адаптированной модели Гордона

$$\frac{P}{BV} = \frac{ROE - g}{CoE - g}$$

где P/BV – мультипликатор, показывающий соотношение рыночной стоимости банка и его стоимости по балансовой оценке;

ROE – показатель полученной отдачи на капитал (*return on equity*);

CoE – показатель требуемой отдачи на капитал (*cost of equity*);

g – темп ежегодного роста компании в долгосрочной перспективе.

Затратный подход к оценке стоимости компании заключается в использовании балансовых показателей компании для определения их справедливой стоимости (этот метод в литературе иногда также называют оценкой на основе активов компании). В рамках данного подхода обычно выделяют три основных метода: бухгалтерский метод,

метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Бухгалтерский метод оценки стоимости компании заключается в использовании бухгалтерского тождества для определения бухгалтерской оценки стоимости акционерного капитала компании:

Формула 2: бухгалтерское тождество

$$\text{Активы} = \text{Пассивы} + \text{Капитал}$$

Полученная оценка затем корректируется на величину премии (надбавку) за уступку бизнеса:

Формула 3: бухгалтерское тождество

$$\text{Капитал} = (\text{Активы} + \text{Пассивы}) \times \text{Надбавка \%}$$

Хотя данный метод обладает определенными преимуществами, такими как простота его применения, его ключевым недостатком является существенное расхождение бухгалтерской стоимости активов банка с их реальной стоимостью, сохраняющееся не смотря на работу надзорных органов над совершенствованием правил учета и формирования финансовой отчетности.

Методы чистых активов и ликвидационной стоимости заключаются в корректировке балансовых показателей компании с тем, чтобы приблизить их величину к рыночным показателям. Стоимость компании в дальнейшем определяется аналогично вышеупомянутому бухгалтерскому методу – на основе бухгалтерского тождества. Основным различием между методом чистых активов и методом ликвидационной стоимости является предпосылка о дальнейшем существовании компании (going concern): ликвидационный метод исходит из прекращения деятельности компании и расчета ликвидационной стоимости активов, в то время как метод чистых активов предполагает дальнейшее функционирование компании.

По мнению ряда практиков в области оценки стоимости коммерческих банков (например, [Рутгайзер, и др., 2007]), данный подход не вполне применим к оценке стоимости коммерческих банков и его следует рассматривать лишь как способ проверки адекватности результатов, полученных с помощью других подходов.

Сравнительный подход к оценке стоимости компании заключается в подборе аналога оцениваемой компании, для которого известна его рыночная стоимость и распространение этой оценки на оцениваемую компанию. В рамках данного подхода обычно выделяют ряд методов: метод компании-аналога, метод сделок и метод

отраслевых коэффициентов [Рутгайзер, и др., 2007]. Первые два метода исходят из возможности определить сопоставимую с объектом оценки компанию либо установить пропорциональное соотношение с объектом сопоставления по одному из финансовых показателей или коэффициентов (например, исходя из величины валюты баланса или показателей рентабельности). Последний метод исходит из того, что всем компаниям той отрасли, в которой действует оцениваемая компания (в данном случае – банковского сектора), характерны определенные общие коэффициенты оценки (например, зачастую в прессе делаются утверждения о том, что справедливая стоимость того или иного российского банка составляет X его капиталов). Использование данного метода применительно к российскому банковскому сектору затруднено ввиду отсутствия ликвидного рынка банковских акций (как отмечалось выше реально на бирже торгуются акции 2 государственных банков), а также ограниченным числом сделок слияния и поглощения на рыночных условиях в период кризиса (практически весь объем консолидации российского банковского сектора за последние 2 года представлен вынужденными сделками, направленными на финансовое оздоровление проблемных банков).

Таким образом, оптимальным способом оценки коммерческих банков в России по нашему мнению является доходный подход, представленный адаптированной моделью Гордона. Как видно из формулы 1 выше, модель использует три переменные для оценки соотношения P/BV : величину полученной отдачи на капитал, величину требуемой отдачи на капитал и ожидаемый долгосрочный темп роста банка. Из этих переменных объективно измерить можно лишь величину полученной отдачи на капитал (RoE) – на основании данных финансовой отчетности оцениваемого банка. Остальные две переменные являются оценочными показателями, требующими либо экспертной оценки, либо алгоритма их расчета. При этом модель является крайне чувствительной к используемым предпосылкам, что можно продемонстрировать с помощью следующего числового примера. Построим матрицу оценки банка “X”, для которого известна величина фактически полученной отдачи на капитал (средняя ставка, полученная за несколько предыдущих лет, которая ожидается и в будущем), предположим её равной 10%:

Таблица 1: матрица оценки стоимости банка X (в ячейках – расчетные коэффициенты P/BV)

Темп роста банка (g)	19%	0.50	0.56	0.64	0.75	0.90	1.13	1.50	2.25	4.50	
	17%	0.44	0.50	0.58	0.70	0.88	1.17	1.75	3.50		-3.50
	15%	0.36	0.42	0.50	0.63	0.83	1.25	2.50		-2.50	-1.25
	13%	0.25	0.30	0.38	0.50	0.75	1.50		-1.50	-0.75	-0.50
	11%	0.10	0.13	0.17	0.25	0.50		-0.50	-0.25	-0.17	-0.13

9%	-0.13	-0.17	-0.25	-0.50		0.50	0.25	0.17	0.13	0.10
7%	-0.50	-0.75	-1.50		1.50	0.75	0.50	0.38	0.30	0.25
5%	-1.25	-2.50		2.50	1.25	0.83	0.63	0.50	0.42	0.36
3%	-3.50		3.50	1.75	1.17	0.88	0.70	0.58	0.50	0.44
1%		4.50	2.25	1.50	1.13	0.90	0.75	0.64	0.56	0.50
	1%	3%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%

Требуемая отдача на капитал (CoE)

Таким образом, возникает необходимость в четком обосновании используемых параметров модели для того, чтобы получить адекватную оценку стоимости банка.

Для корректного определения темпа роста бизнеса можно обратиться к долгосрочному бизнес-плану банка, отдельные положения которого могут раскрываться в презентациях для инвесторов или отчетах рейтинговых агентств. Альтернативным источником данных по ожидаемому темпу роста бизнеса являются аналитические обзоры банков и инвестиционных компаний: большинство крупных российских банков имеют долговые ценные бумаги в обращении и по ним существуют аналитические отчеты и обзоры.

Требуемая отдача на капитал – более специфический показатель, фактически применимый лишь к оценке стоимости компании. Как говорилось выше, величина требуемой отдачи на капитал обладает субъективной природой – она должна отражать характеристики не только объекта оценки, но и пользователя полученной оценки. С этой точки зрения не имеет смысла пытаться получить этот показатель, обратившись к самой оцениваемой компании: хотя многие банки используют величину требуемой отдачи на капитал в своих внутренних процедурах (например, при бюджетировании капитала), эта оценка не может отражать характеристик инвестора, пытающегося оценить стоимость банка. Показатель требуемой отдачи на капитал должен быть рассчитан исходя из конкретных предпосылок о его предполагаемом использовании.

Существующие подходы к оценке требуемой отдачи на капитал

Вопрос корректного определения требуемой отдачи на капитал также достаточно широко представлен как в отечественной, так и в зарубежной литературе. Определение корректной ставки дисконтирования подробно рассматривается в стандартных учебниках по финансовому менеджменту ([Brealey, et al., 2009], [Берзон, 2006]), однако для простоты изложения эти источники обычно рассматривают лишь компании, чьи акции достаточно ликвидны либо априорно предполагают известными основные параметры стандартных

моделей определения ставки дисконтирования (САРМ³, АРТ⁴ и т.д.). Проблема определения корректной величины требуемой отдачи на капитал рассматривается в ряде профессиональных публикаций. В первую очередь, необходимо отметить фундаментальную работу Ш. Пратта [Pratt, 2010], целиком посвященную специфическим проблемам оценки требуемой отдачи на капитал, как на развитых, так и на развивающихся рынках. Хорошей отправной точкой для рассмотрения проблемы корректного расчета требуемой отдачи на капитал для российского рынка является статья Т. Вашакмадзе [Vashakmadze, 2008]. Специфические особенности применения параметрических моделей оценки требуемой отдачи на капитал являются статьи У. Ферсона и Д. Локка [Ferson, et al., 1998] и Т.В. Тепловой и Н.В. Селивановой [Теплова, и др., 2007]. Краткое обсуждение проблемы корректного определения величины требуемой отдачи на капитал содержится в книге В.М. Рутгайзера и А.Е. Будицкого [Рутгайзер, и др., 2007].

Большинство применяемых на практике подходов к определению ставки дисконтирования заключаются в построении составного показателя на основе безрисковой ставки доходности и различных надбавок к базовой безрисковой ставке. Условно существующие подходы можно разделить на два направления: параметрические модели и модели куммулятивного построения. К первому направлению относятся модели САРМ, АРТ и их производные. Эти модели предполагают наличие статистической взаимосвязи между величиной требуемой отдачи на капитал и набором премий за различные виды рисков. В общем виде параметрическую модель можно представить в следующем виде:

Формула 4: параметрическая модель определения требуемой отдачи на капитал

$$r_i = r_f + \beta_1 \times F_1 + \beta_2 \times F_2 + \dots + \beta_n \times F_n + \varepsilon$$

где r_i – величина требуемой отдачи на капитал;

r_f – безрисковая ставка доходности (доходность казначейских облигаций США, ставка LIBOR, доходность ОФЗ и т.д.);

β_i – коэффициент чувствительности ставки требуемой отдачи на капитал к изменению фактора i ;

F_1 – значение фактора i ;

ε – случайный член.

³ Capital Asset Pricing Model

⁴ Arbitrage Pricing Theory

Таким образом, параметрические модели предполагают линейную зависимость между ставкой дисконтирования и значениями факторов, влияющих на её величину. Частным случаем параметрической модели является модель CAPM, предполагающая наличие такой взаимосвязи лишь для одного фактора – рыночной премии за риск (превышение среднерыночной доходности активов над безрисковой ставкой):

Формула 5: модель CAPM

$$r_i = r_f + \beta \times (r_m - r_f) + \varepsilon$$

где r_i – величина требуемой отдачи на капитал;

r_f – безрисковая ставка доходности (доходность казначейских облигаций США, ставка LIBOR, доходность ОФЗ и т.д.);

β – коэффициент чувствительности ставки требуемой отдачи на капитал к изменению рыночной премии за риск;

r_m – доходность полностью диверсифицированного портфеля рискованных активов (среднерыночная доходность);

ε – случайный член.

Параметрические модели – это наиболее теоретически корректный способ определения ставки дисконтирования, однако для их практического применения существует ряд требований, которые не выполняются для значительного круга активов и особенно для развивающихся рынков. Помимо целого ряда ограничений, связанных с теоретическими положениями, на которые опирается данный класс моделей (предпосылки о спецификации функций полезности, предпосылки о характере распределения переменных, эффективность рынков капитала и т.д.) центральной проблемой, связанной с использованием данного класса моделей является недостаточность статистических данных. Как говорилось выше, российский рынок банковских акций представлен лишь двумя эмитентами с ликвидными выпусками – Сбербанком и ВТБ. Эти банки обладают рядом специфических особенностей (размер, связь с государством и т.д.), которые не позволяют экстраполировать какие-либо оценки на остальные российские банки.

Невозможность применения параметрических моделей определения требуемой отдачи на капитал вынуждает исследователей и практиков опираться на экспертные оценки и априорные суждения о структуре и природе надбавок за риск. Общее название таких моделей в научной и профессиональной литературе – модели куммулятивного построения. Общая логика этих моделей

аналогична логике параметрических моделей – величина требуемой отдачи на капитал предполагается равной сумме безрисковой ставки и ряда надбавок за различные виды рисков. В общем виде модель куммулятивного построения можно представить в следующем виде:

Формула 6: модель куммулятивного построения

$$r_i = r_f + r_1 + r_2 \dots + r_n$$

где r_i – величина требуемой отдачи на капитал;

r_f – безрисковая ставка доходности (доходность казначейских облигаций США, ставка LIBOR, доходность ОФЗ и т.д.);

r_n – премия за фактор риска n .

Модель куммулятивного построения подробно рассматривается в книге В.М. Рутгайзера и А.Е. Будицкого [Рутгайзер, и др., 2007]. В соответствии с этой моделью безрисковая ставка дополняется надбавками за такие факторы риска, как качество управления банком, его размер, финансовая эффективность и стабильность и т.д. По нашему мнению, за неимением в России эффективного и ликвидного рынка банковских акций, данный подход к определению требуемой отдачи на капитал является единственным способом обоснованного расчета ставки дисконтирования. Как отмечено в вышеупомянутой работе, ключевой проблемой использования данного способа оценки требуемой отдачи на капитал является выбор набора факторов риска, соответствующего мнению инвесторов. Для решения этой проблемы авторами [Рутгайзер, и др., 2007] предлагалось проведения социологических опросов, что по нашему мнению является достаточно неэффективным способом выявления предпочтений инвесторов.

В качестве альтернативного способа отбора факторов для определения надбавок к безрисковой ставке мы предлагаем воспользоваться набором показателей, характеризующих качество управления коммерческим банком. В число рассматриваемых факторов предлагается включить в первую очередь факторы, принимаемые во внимание рейтинговыми агентствами при присвоении кредитных рейтингов: качество финансовой отчетности, квалификацию органов управления и т.д. Преимуществом такого подхода является тот факт, что можно априорно утверждать, что кредитные рейтинги имеют существенное значение для инвесторов, являются предметом пристального внимания, и те факторы, которые влияют на уровень кредитных рейтингов на основе методологии их присвоения, таким образом отпадает необходимость в определении круга факторов риска, имеющих значение для инвесторов, путем проведения социологического опроса.

Преимущество использования именно набора факторов, входящего в методологию рейтинговых агентств, по сравнению с использованием самих рейтингов является возможность применения этой техники даже к компаниям, не имеющим кредитного рейтинга.

Основным препятствием на пути использования такого подхода к определению структуры надбавок к безрисковой ставке для определения требуемой отдачи на капитал является непрозрачность большинства рейтинговых методологий. Исключением, специфическим для банковского сектора, является методология BFSR⁵ рейтингового агентства Moody's, которая не только подробно раскрывает процедуру присвоения рейтингов BFSR, но также содержит веса каждого из факторов, используемые при расчете значения рейтинга. Эта методология может быть взята за основу при разработке методик расчета требуемой отдачи на капитал для российских банков на основе метода куммулятивного построения.

Заключение

Оценка требуемой отдачи на капитал российских банков является сложной практической задачей в условиях недостаточного развития российского фондового рынка вообще и рынка банковских акций в частности. Вместе с тем решение этой задачи является необходимым условием для использования существующих моделей оценки стоимости компаний, применимых для оценки стоимости коммерческих банков. Величина требуемой отдачи на капитал российских банков на сегодняшний день может быть получена лишь путем экспертных оценок за неимением эффективно функционирующих рынков капитала, однако произвольность таких оценок может быть существенно уменьшена при использовании признаваемых участниками рынка методологий присвоения кредитных рейтингов, которые могут быть адаптированы для расчета требуемой отдачи на капитал российских банков.

Библиографический список

Brealey R. and Myers S. Principles of Corporate Finance [Book]. - New York : McGraw-Hill/Irwin, 2009.

Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset [Book]. - New York : Wiley, 2002.

Damodaran A. Valuing Financial Service Firms. - New York : [s.n.], 2009.

⁵ Bank Financial Strength Rating

- Fernandez P.** Company Valuation Methods. The Most Common Errors in Valuations [Article]. - Madrid : IESE Business School - University of Navarra, 2007. - WP no 449.
- Ferson W. E. and Locke D. H.** Estimating the Cost of Capital Through Time: An Analysis of the Sources of Error [Article] // Management Science. - Hanover, MD : INFORMS, 1998. - April. - №4 : Vol. 44. - pp. 485-500.
- Georgiadis N. I.** Valuing banking stocks - a synopsis on the basic models. The pros & cons utilizing evidence from European equity research practices [Article] // Investment Research & Analysis Journal. - Athens : Valuation & Research Specialists, 2003. - June.
- Gross S.** Banks and Shareholder Value: An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks [Book]. - Wiesbaden : DUV, 2006.
- Koller T., Goedhart M. and Wessels M.** Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies [Book]. - New York : Wiley, 2005.
- Mercer Z.** Valuing Financial Institutions [Book]. - Homewood, IL : Irwin, 1992.
- Pratt S.** Cost of Capital: Applications and Examples [Book]. - New York : Wiley, 2010.
- Pratt S.** Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies [Book]. - New York : McGraw-Hill, 2001. - 5e.
- Vashakmadze T.** Calculating equity risk premium for Russian market – an empirical analysis [Article] // Academic Society Journal: Social Science Insight. - 2008. - №5 : Vol. 1.
- Берзон Н. И.** Финансовый менеджмент [Книга]. - Москва : Издательский центр "Академия", 2006. - 6-е.
- Горелая Н. В.** Основы оценки стоимости банковской фирмы [Статья] // Управление корпоративными финансами. - Москва : ИД "Гребенников", 2004 г.. - №3.
- Грязнова А. Г. и Федотова М. А.** Оценка бизнеса [Книга]. - Москва : Финансы и статистика, 2009. - 2-е.
- Ивашковская И. В.** Моделирование стоимости компании. Стратегическая ответственность советов директоров. [Книга]. - Москва : ИНФРА-М, 2009.
- Никонова И. А. и Шамгунов Р. Н.** Стратегия и стоимость коммерческого банка [Книга]. - Москва : Альпина Бизнес Букс, 2007. - 3-е.
- Решоткин К. А.** Методология оценки рыночной стоимости кредитной организации: Диссертация кандидата экономических наук. - Москва : РГБ ОД, 2001 г..
- Рутгайзер В. М. и Будицкий А. Е.** Оценка рыночной стоимости комерческого банка [Книга]. - Москва : Маросейка, 2007.
- Теплова Т. В. и Селиванова Н. В.** Эмпирическое исследование применимости модели DСАРМ на развивающихся рынках [Статья] // Электронный журнал "Корпоративные финансы". - Москва : ГУ-ВШЭ, 2007 г.. - 3.
- Теплова Т.** Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий [Книга]. - Москва : Вершина, 2007.

Чиркова Е. В. Как оценить бизнес по аналогии [Книга]. - Москва : Альпина Бизнес Букс, 2005.

Щербакова Г. Н. Анализ и оценка банковской деятельности (на основе отчетности, составляемой по российским и международным стандартам) [Книга]. - Москва : Вершина, 2007.